

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA  
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO EM FINANÇAS

Estudo da Função de *Corporate Governance* na Gestão de Fundos  
de Investimento Imobiliário Portugueses

Gonçalo Nolasco Crespo

Orientadora: Professora Doutora Inês Maria Ferreira da Fonseca Pinto

Júri:

Presidente: Doutora Clara Patrício Costa Raposo, Professora Catedrática do  
Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica  
de Lisboa.

Vogais: Doutor Pedro Luís Pereira Verga Matos, Professor Auxiliar do  
Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica  
de Lisboa.

Doutora Inês Maria Galvão Teles Ferreira da Fonseca Pinto,  
Professora Auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão da  
Universidade Técnica de Lisboa.

**Lisboa, Janeiro de 2012**

## **Agradecimentos**

Quero agradecer a todos aqueles que contribuíram para que a elaboração desta dissertação fosse possível.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à minha orientadora, Mestre Inês Ferreira da Fonseca Pinto, pela sua dedicação, paciência, disponibilidade, simpatia, prestabilidade e ajuda envidada na orientação deste trabalho.

Em segundo lugar, gostaria também de agradecer a todo o corpo docente da Universidade Técnica de Lisboa - Instituto Superior de Economia e Gestão pelos conhecimentos e ferramentas transmitidos ao longo da parte curricular do Mestrado, que também tornam possível a realização do presente estudo.

Por último, quero agradecer à minha família e amigos a paciência, a motivação o incentivo e ajuda para conclusão deste trabalho.

## **Abstract**

The present work aims to study and analyse the importance of the corporate governance function in Portuguese real estate fund industry.

Considering the nature and characteristics of this type of vehicles, this industry is characterized by a lower transparency and a lower level of information disclosure, when compared to other securities such as stocks or bonds. In fact, bearing in mind this reality, corporate governance function is weakly developed in this scope.

Nowadays, the emerging competition in real state funds industry, as well as the bigger demands and requests from investors and supervision authorities to enhance control mechanisms and transparency increase the importance of governance function in investment companies' strategy.

Therefore, this study aims to identify and analyze the critical factors of real estate funds governance mechanisms, as well as access how they impact in the decisions inherent to the investment service provided.

## Resumo

O presente trabalho visa o estudo e a análise da função de *corporate governance* no âmbito da actividade de gestão de Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs).

Pela sua natureza e devido à legislação que o regula, o mercado imobiliário apresenta uma menor transparência e um nível inferior de divulgação informação, quando comparado com o mercado mobiliário. Face a esta realidade, a função de *corporate governance* encontra-se pouco desenvolvida no âmbito da gestão de fundos de investimento imobiliário (FIIs). Na verdade, a crescente competitividade no mercado de gestão de activos imobiliários, aliada à crescente pressão exercida pelos investidores e pelas entidades de supervisão para aumento dos mecanismos de controlo e transparência, atribuem à função de *corporate governance* um papel cada vez mais importante na estratégia das empresas de investimento.

Neste sentido, pretende-se, a partir deste estudo, identificar os factores críticos do modelo de governação e gestão de FIIs em Portugal e aferir qual o impacto do conjunto dessas decisões no preço do serviço de investimento prestado.

## **ÍNDICE**

1) Introdução.....	7
2) Enquadramento Teórico .....	9
2.1 Teoria de Agência.....	9
2.2 Revisão da Literatura.....	12
3) Teoria de Agencia aplicada aos Fundos de Investimento Imobiliário do Mercado Português .....	13
4) Objectivo do Estudo .....	18
4.1. Variáveis de Governo .....	20
4.2. Variáveis de Controlo.....	26
5) Caracterização da Amostra.....	30
6) Modelo de Regressão Linear Múltiplo.....	37
7) Análise de Resultados .....	39
8) Conclusão .....	43
ANEXOS.....	47
Referências Bibliográficas.....	55

## **Índice de Abreviaturas**

FIIs - Fundos de Investimento Imobiliários

REITs - Real Estate Investment Trusts

RJFII - Regime Jurídico do Fundos de Investimento Imobiliário

CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

## **1) Introdução**

A função *Corporate Governance* do mercado de fundos de investimento imobiliário português registou, na última década, um desenvolvimento moderado, carecendo ainda de diversos aperfeiçoamentos.

Na base dos actuais modelos de governo das sociedades podem ser identificados dois pilares distintos: os requisitos legais e a gestão dos interesses dos *stakeholders* (participantes dos fundos, accionistas da sociedade gestora, trabalhadores e fornecedores).

O Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário (RJFII) republicado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho, o Código de Valores Mobiliários republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007 e o Código das Sociedades Comerciais tutelam e regulam os princípios e as práticas de governação exigidos às Entidades Gestoras de Fundos de Investimento Imobiliários. Neste âmbito, os diplomas supra referidos, estabelecem a base da função de *Governance* no que respeita à constituição, estrutura de governo e funcionamento das sociedades gestoras, bem como no que concerne aos principais mecanismos de governação e respectivos limites das actividades de gestão e comercialização de fundos de investimento imobiliário.

Dentro dos princípios e limites legalmente definidos, são definidas as regras, práticas e condutas base de direcção e controlo das sociedades gestoras, no sentido de satisfazer e proteger os interesses dos investidores, de forma equitativa, dos vários elementos envolvidos na actividade de investimento, o que se traduz na função de gestão dos interesses dos *stakeholders*.

Deste modo, o presente trabalho pretende avaliar a forma como a estrutura de governo da sociedade gestora e o conjunto de decisões por si tomadas afectam a prestação serviço de gestão de fundos de investimento imobiliário em Portugal. De facto, o estudo desta matéria tem fulcral importância, na medida em que a função de *Governance* procura a adopção e a implementação de mecanismos e regras que garantam o estrito

cumprimento das normas internas e regulamentares, a salvaguarda dos activos dos investidores, bem como a sustentabilidade e o retorno dos seus investimentos.

Na verdade, decorrente da actual conjuntura financeira mais desfavorável, da escassez de recursos financeiros e de poupança disponível e, da maior aversão ao risco assumida pelos investidores a nível global, emerge a necessidade de estabelecimento de uma função de *corporate governance* transparente e eficaz, capaz de tornar o serviço de investimento oferecido mais atractivo, não só pelo retorno potencial oferecido como também pelo nível de confiança transmitido. Assim, assume particular importância o estudo desta função no âmbito do mercado de FIIs português, não só pelo facto de este ser um tema pouco desenvolvido, quer ao nível académico, como a nível do próprio mercado, mas também porque se trata de um desafio colocado às sociedades gestoras num mercado financeiro global cada vez mais competitivo e exigente. Em acréscimo, de realçar que o mercado de gestão de FIIs apresenta características particulares, como a reduzida liquidez e a menor transparência, factores que amplificam a importância de estudo da função *governance* neste âmbito.

O estudo supra identificado está estruturado em várias partes sequenciais e distintas. Em termos macro, o estudo aborda numa primeira fase o enquadramento teórico da função *governance* a nível global e particular do mercado de FIIs português, identificando e detalhando em seguida os factores analisados para estudo deste mercado. Numa segunda fase é realizada uma análise estatística do mercado de fundos de investimento imobiliário português, estimado o modelo de regressão linear, analisados os resultados obtidos e extraídas as correspondentes conclusões.

De realçar que em resultado dos estudo efectuado, ficou evidenciado que o nº de administradores, o tipo de fundo e a natureza dos auditores apresentam-se como as variáveis de *Governance* com impacto significativo na gestão dos fundos, em particular na determinação da comissão de gestão e de depositário (*Custos*). Deste modo, ficou demonstrado que os *Custos* cobrados aos fundos são maiores quanto maior o nº de administradores da sociedade gestora. Paralelamente, caso os auditores dos fundos sejam de maior dimensão/internacionais ou se se tratarem de fundos abertos os *Custos* cobrados também serão maiores.



## **2) Enquadramento Teórico**

### **2.1 Teoria de Agência**

Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 5), a teoria de relações de agência é definida como “*a contract in which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to take actions on behalf of the principal(s) which involves the delegation of some decision-making authority to the agent*”<sup>1</sup>. O facto de ambas as partes deste *contrato* ambicionarem a maximização do seu retorno, pode em determinadas situações tornar as decisões do órgão de gestão (*agent*) conflituantes com os interesses dos accionistas (*principal*).

No sentido de tornar as decisões do órgão de gestão convergentes com os interesses dos accionistas, os últimos podem implementar mecanismos de monitorização da acção do órgão de gestão e/ou implementação de incentivos de forma a tornar os objectivos das partes cada vez mais semelhantes. Na verdade, os mecanismos de monitorização e incentivos concedidos acarretam custos (custos de agência), atribuindo aos accionistas o desafio de definirem a relação óptima de custo/benefício na gestão das relações de agência. Neste domínio, ainda de acordo com Jensen and Meckling (1976, p. 5), foram divididos os custos de agência em três tipos distintos: *monitoring costs*; *bonding costs*; e *residual loss*.

Os *monitoring costs* incluem um conjunto de controlos como restrições orçamentais e regras operacionais, bem como medidas de avaliação de performance (*i.e.* organização, conservação e reporte de informação, controlo interno e acção desenvolvida pelos órgãos de fiscalização). Os *bonding costs* constituem os recursos utilizados pelo órgão de gestão para comprovar que as suas decisões e acções de gestão não são prejudiciais e contrárias ao interesse da sociedade, de modo a não ser penalizado pelos accionistas. Por último, o *residual loss* compreende o montante de remuneração que não é distribuída aos accionistas sob a forma de dividendos que decorre dos compromissos assumidos pela sociedade para com credores que a financiaram.

---

<sup>1</sup> *um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) delegam noutra(s) (agent) a autoridade para tomarem decisões no âmbito da gestão de uma sociedade*

Apesar dos diversos mecanismos de governação disponíveis, será sempre complexo ajustar os níveis de satisfação, de exposição ao risco e de controlo pretendido pelos accionistas às decisões tomadas pelo órgão de gestão.

A Teoria da Agência procura então determinar a melhor forma de coordenar e equilibrar as relações entre o órgão de gestão e os accionistas, sendo que, segundo (Eisenhardt, 1989 p.58), a análise das relações entre ambas as partes do contrato assenta na avaliação de um conjunto de hipóteses sobre os aspectos melhor detalhados no seguinte quadro:

<b>Categoria</b>	<b>Hipóteses</b>
<b>Humanas</b>	Privilégio de interesses próprios
	Nível de Aversão ao Risco
	Condicionismo de Racionalidade
<b>Organizacionais</b>	Conflitos parciais entre as partes do contrato
	Nível de informação partilhado entre as partes
	Eficiência como critério essencial na produção de resultados
<b>Informação</b>	A informação tratada como uma mercadoria

Fonte: Kathleen M. Eisenhardt (1979)

Na verdade, o verdadeiro desafio situa-se ao nível da implementação de uma estratégia cooperativa capaz de acomodar os diferentes interesses e perfis de risco de cada uma das partes e de definir os mecanismos que solucionem os objectivos conflitantes existentes, considerando sempre os custos de agência inerentes.

No que concerne à estratégia a adoptar para a sociedade e ao contrato a celebrar entre o *principal* e *agent* é fundamental decidir qual a forma de monitorização e controlo exercida pelos accionistas sobre o órgão de gestão, tendo sempre em consideração a alteração das variáveis de nível de informação, aversão ao risco e incerteza.

Neste sentido, Delmski e Feltham (1978) analisaram os dois modelos possíveis de avaliação do Órgão de Administração – avaliação pelo comportamento e pelos resultados.

No que respeita ao contrato baseado na avaliação do comportamento, os accionistas procedem à análise da conduta com base no conjunto de informação de que dispõem, decorrente do exercício de monitorização desenvolvido às decisões e acções de gestão tomadas pelo órgão de gestão. Nesta dimensão de avaliação, é essencial que os accionistas tenham conhecimento completo de toda a informação e que estejam ao corrente de todas decisões tomadas de modo a medir a eficiência do órgão de gestão e a evitar deficiências no âmbito do contrato e da estratégia de governação.

No que concerne ao modelo de avaliação orientado pelos resultados, este método tende a alinhar o comportamento dos accionistas e do órgãos de gestão, aumentar a motivação, transferindo no entanto o risco de gestão para o órgão de gestão. No entanto, em conjunturas de maior incerteza quanto aos resultados, a implementação deste método pode significar uma elevada exposição ao risco e a perda dos benefícios inerentes à motivação.

Em suma, a avaliação do órgão de gestão pelo comportamento suporta uma menor aversão ao risco pelos accionistas, sendo mais eficaz quanto melhores forem os sistemas de informação da sociedade e quanto maior o nível de informação disponível maior será a tendência do órgão de gestão para agir em conformidade com os interesses dos accionistas. Adicionalmente este tipo de avaliação tende a ser utilizada para relações de agência mais extensas em que não seja requerido o alcance de resultados a curto prazo. Ao invés, a avaliação do órgão de gestão pelos resultados transfere para o órgão de gestão o risco e permite alinhar o seu comportamento como os objectivos dos accionistas. Este método de avaliação tende a controlar de forma mais simples comportamentos adversos pelo órgão de gestão e objectivos conflitantes entre as partes, compreendendo maior risco razão pela qual é tendencialmente destinado ao alcance de objectivos de menor prazo.

## 2.2 Revisão da Literatura

Do conjunto dos estudos já realizados, foram várias as análises que se debruçaram sobre o efeito da função *Governance* no preço do serviço prestado ou na performance da gestão. Em particular, no âmbito da prestação de serviços de investimento, foi avaliado o efeito da função *governance* nos mercados de REITs, fundos de investimento e de uma forma menos profunda, nos fundos de investimento imobiliário.

No âmbito do estudo de *corporate governance* em fundos de investimento abertos, Tufano (1997) demonstrou que conselhos de administração de maior dimensão tendem em média a exigir maiores comissões de gestão, contendo simultaneamente menor número de administradores independentes. Paralelamente, ficou ainda evidenciado que administradores independentes que auferiram uma maior remuneração, tendem a aprovar comissões de gestão mais elevadas. Complementarmente a Tufano, mas com base numa amostra de fundos de investimento fechados, Gemmil e Thomas (2006) demonstraram no seu estudo que os custos cobrados pela gestão dos fundos são um factor de grande relevância na medida em que têm um reflexo directo na rendibilidade do fundo e resultam da decisão tomada pelo órgão de gestão. No que concerne ao mercado de REITs, Chinmoy G. e C.F. Sirmans (2003) concluíram que a presença de administradores independentes tendem a aumentar a performance.

Em complemento, Hartzell e Titman (2006, S, debruçaram-se sobre o estudo do impacto dos mecanismos de *corporate governance* nas oportunidades de investimento no mercado de REITs, tendo utilizado para medidor de performance o rácio *Tobin'q*. Os resultados obtidos demonstraram que REITs cujos detentores sejam investidores institucionais têm uma maior eficácia nas decisões de investimento. Paralelamente, os investidores institucionais tendem a monitorizar de uma forma mais eficiente as decisões de políticas de investimento quando comparados com os *insider owners*.

Já Drobetz e Zimmermann (2004) construíram um índice de *corporate governance* de forma a procurar estudar a relação entre este conceito e a valorização das acções do mercado alemão. Os resultados obtidos demonstraram que empresas com um melhor nível de *governance* são mais valorizadas.

Para além da literatura supra referida, será apresentada ao longo dos restantes pontos os vários artigos base à fundamentação teórica do presente trabalho.

### **3) Teoria de Agencia aplicada aos Fundos de Investimento Imobiliário do Mercado Português**

A actividade de gestão de FIIs de Fundos de Investimento Imobiliário apresenta, pela sua natureza, uma estrutura de governação distinta da estrutura das empresas tradicionais.

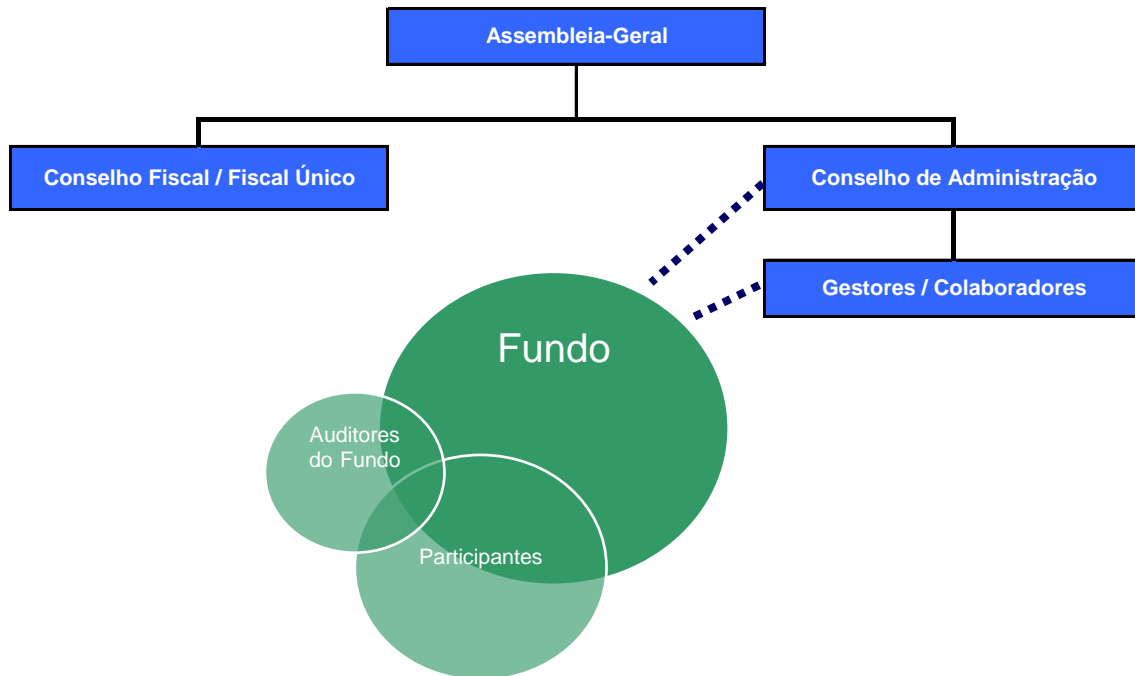
Para melhor entender as particularidades do modelo de governação deste tipo de veículo de investimento importa compreender em primeiro lugar o conceito de Fundo de Investimento Imobiliário. O RJFII define que os fundos de investimento constituem patrimónios autónomos, pertencentes, a uma pluralidade de pessoas singulares ou colectivas designadas «participantes», geridos, por sociedades gestoras autorizadas para prestação do serviço de gestão de FIIs.

Adicionalmente, decorrente da natureza do serviço de investimento prestado aos participantes do fundo, o gestor do fundo constitui-se também como um elemento fundamental da estrutura de governação.

Assim, podemos concluir que nos FIIs, para além dos tradicionais conflitos de interesses existentes entre accionistas e gestores, podem também existir conflitos de interesses entre os participantes do fundo e os accionistas da sociedade gestora.

Neste sentido, podemos identificar na estrutura de governo inerente à prestação do serviço de gestão de FIIs os seguintes elementos: participantes do fundo, accionistas da sociedade gestora, órgão de gestão da sociedade gestora, órgão de fiscalização da sociedade gestora e gestor do fundo. Em termos gráficos podemos observar os vários elementos do modelo:

## Modelo da Estrutura de Governo



### Participantes do Fundo

Os participantes do fundo constituem o conjunto dos investidores que detêm o património do fundo e que delegaram à entidade gestora e ao gestor a competência para gerir os seus recursos financeiros com o objectivo de maximizar a rendibilidade do seu investimento.

### Accionistas da Sociedade Gestora

Em termos genéricos, os accionistas são representados pela Assembleia Geral de Accionistas (nos termos do artº. 373º do Código das Sociedades Comerciais), que reúne numa periodicidade anual, no mínimo, assumindo este órgão as competências de análise e aprovação do relatório de gestão do conselho de administração e as contas, bem como de deliberação sobre a proposta de aplicação de resultados. Constituem-se ainda como fundamentais funções da Assembleia Geral a actividade de proceder à avaliação da administração e à fiscalização da sociedade, bem como à promoção de eleições que sejam da sua competência, entre outras funções.

### **Órgão de Gestão da Sociedade Gestora**

A gestão das actividades da entidade gestora e a determinação da sua estratégia é da responsabilidade do órgão de gestão, representado pelo Conselho de Administração (nos termos dos n.ºs 1 e 2 art.º 390º do Código das Sociedades Comerciais). Assume-se também como sua responsabilidade garantir que a sociedade estabelece políticas adequadas à gestão e monitorização dos vários tipos de risco com que se debate a sua actividade, e estabelecer os métodos que garantam a tomada de decisões independentes com garantia de respeito pelo princípio do igual tratamento dos accionistas e participantes dos fundos.

### **Órgão de Fiscalização da Sociedade Gestora**

A fiscalização da sociedade compete ao fiscal único ou conselho fiscal (nos termos do art.º 413º do Código das Sociedades Comerciais), órgão que será o revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas. O órgão terá sempre um elemento suplente, que será igualmente revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas, sendo este designado pela Assembleia Geral.

### **Gestor do Fundo**

Ao gestor do fundo compete a implementação da estratégia de investimento, considerando sempre o perfil de investimento do fundo e as linhas gerais de investimento definidos pelo Conselho de Administração. O conjunto de actividades inerentes à gestão do património do fundo é também da competência da responsabilidade do gestor.

O objectivo comum dos vários elementos da estrutura de governação é o de maximizar o retorno do investimento realizado ou o de otimizar o seu desempenho. No entanto, o alcance de objectivos por parte de determinado elemento poderá ser conflituante com os interesses e objectivos de outro, acentuando-se esta problemática pelo facto da maioria das entidades gestoras de fundos de investimento imobiliário do mercado português estarem integradas em grupos financeiros.

Como já referido anteriormente, a legislação e regulamentação que regulam a actividade de gestão de FIIs estabelecem as bases e os limites do modelo de governação, cabendo à sociedade gestora a gestão da função governação. Na verdade, a sociedade gestora tem

o de dever de garantir que nas actividades de gestão que desenvolve actua sempre no melhor interesse dos participantes. Assim, a sociedade gestora deve, no âmbito das transacções, arrendamentos (contratos de arrendamento celebrados), selecção de prestadores de serviços, subcontratação de funções, monitorização do perfil do nível de risco assumido entre outras, empregar padrões de diligência e cuidado na defesa dos interesses dos participantes.

No domínio das transacções a realizar em nome do fundo, para além das vedadas pelo ornamento jurídico aplicável (transacções entre fundos geridos pela mesma entidade gestora) e das sujeitas a autorização da CMVM<sup>2</sup>, devem ser desenvolvidos esforços na obtenção do melhor resultado possível na alienação ou aquisição de imóveis transaccionados, tendo sempre em consideração o objectivo do fundo, sua política de investimento do fundo e, nunca beneficiado qualquer pessoa da sociedade gestora ou quem com esta se relacione em detrimento dos interesses do Fundo.

No que concerne ao arrendamento de imóveis, constituem-se como situações geradoras de potenciais conflitos de interesse, nos termos do Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário<sup>3</sup> jurídicos aplicável à actividade de gestão de FIIs e sujeitas à não oposição pela CMVM, a celebração de contratos de arrendamento com a sociedade gestora, o depositário, entidades em relação de domínio ou grupo, entidades relacionadas, membros dos órgãos de administração ou a direcção da sociedade gestora ou entidades cujos órgãos de administração ou direcção sejam comuns em pelo menos um administrador ou director. Para além da limitação supra referida, as entidades gestoras deverão sempre proteger os interesses dos participantes na selecção e avaliação das contrapartes (arrendatários) dos contratos de arrendamento celebrados, de forma a assegurar a manutenção do perfil de risco do Fundo, garantir a estabilização e maximização dos rendimentos futuros e eliminar quaisquer benefícios ilegítimos para um dos órgãos de governação da sociedade gestora, colaboradores da sociedade gestora ou terceiros decorrentes de qualquer contrato de arrendamento celebrado.

---

<sup>2</sup> Transacções com a sociedade gestora, depositário, entidades em relação de domínio ou grupo, entidades relacionadas, membros dos órgãos de administração ou direcção da sociedade gestora ou entidades cujos órgãos de administração ou direcção sejam comuns em pelo menos um administrador ou director

<sup>3</sup> Republicado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho



Relativamente à contratação de prestadores e subcontratação de serviços podem surgir também um conjunto de incompatibilidades no âmbito das várias actividades que compõem a actividade de gestão de FIIs. A contratação do serviço de registo e depósito de valores mobiliários<sup>4</sup> tem que ser, por imposição legal, exercida por uma entidade distinta da entidade gestora, a entidade depositária. Na selecção e avaliação da entidade depositária, a entidade gestora deverá procurar a entidade que melhor poderá servir os interesses dos participantes em termos de salvaguarda dos seus activos, custos, nível de serviço prestado entre outros critérios relevantes. Devido à natureza do mercado nacional de FIIs, e como já referido, as entidades gestoras elegem tendencialmente como entidade depositária dos fundos de investimento as sociedades do grupo financeiro em que se inserem. Na verdade, este facto poderá gerar uma situação de conflito de interesses se custo do serviço for abusivo e o nível de serviço não servir os interesses do fundo.

No caso de outras prestações de serviços e subcontratação de funções, a sociedade gestora deverá privilegiar sempre os interesses dos participantes face aos seus próprios, aos do grupo em que se insere ou do qual é empresa-mãe e aos interesses dos terceiros contratados ou subcontratados, impedindo sempre que alguma pessoa da sociedade gestora ou outra que com ela se relacione beneficie desta directa ou indirectamente dessa contratação ou subcontratação. No caso particular da subcontratação de funções, a sociedade gestora têm o dever adicional de controlar e monitorizar o cumprimento e o risco associado à função subcontratada, na defesa do interesse dos participantes e na própria defesa dos compromissos assumidos pela entidade gestora.

---

<sup>4</sup> Nos termos RJFII compete ao Depositário (i) *assumir uma função de vigilância e garantir perante os participantes o cumprimento da lei e do regulamento de gestão do fundo de investimento, especialmente no que se refere à política de investimentos e ao cálculo do valor patrimonial das unidades de participação*, (ii) *pagar aos participantes a sua quota-parte dos resultados do fundo de investimento*, (iii) *executar as instruções da sociedade gestora, salvo se forem contrárias à lei ou ao regulamento de gestão*, (iv) *receber em depósito ou inscrever em registo os valores mobiliários do fundo de investimento*, (v) *assegurar o reembolso aos participantes, dos pedidos de resgate das unidades de participação* (vi) *registo das unidades de participação representativas do fundo de investimento não integradas em sistema centralizado*.

Em suma, conforme já sublinhado diversas ocasiões, o desafio que se coloca à entidade gestora é o de não sobrepor os interesses dos seus órgãos de governação, do grupo financeiro em que se insere, dos colaboradores da sociedade gestora e de terceiros aos interesses dos participantes em cada uma das actividades que constituem a gestão de FIIs, sempre respeitando os limites legais definido, as regras e princípios dispostos no regulamento de gestão, os princípios de conduta e o nível de risco tolerado pelos participantes.

#### **4) Objectivo do Estudo**

Considerando a teoria de agência supra referida, o conjunto de conclusões extraídas dos estudos já elaborados e a análise do mercado Português de FIIs realizada, pretende-se com este estudo analisar o impacto de algumas variáveis de *corporate governance* no nível de custos (comissão de gestão e de depósito) dos FIIs portugueses. Foi seleccionada como variável dependente o nível de custos do fundo, na medida em que esta variável é da responsabilidade dos órgãos de gestão do fundo, tendo um impacto directo na rentabilidade do mesmo (Gemmill e Thomas, 2006). Passamos então de seguida a descrever as diversas variáveis analisadas no estudo, indicando a relação esperada das mesmas com o nível dos custos do fundo.

#### **Custos do Fundo**

Constituem-se como custos do fundo todas comissões de pagas, os juros incorridos, a taxa de supervisão, os custos de auditoria, os impostos, as provisões do exercício e os restantes os custos de operacionais incorridos pelo fundo no decorrer da sua actividade. Para efeitos do presente estudo, o significado de custos deverá ser entendido apenas como o conjunto da comissão de gestão e depósito.

O propósito deste ponto consiste no estudo da relação entre a remuneração cobrada pela sociedade gestora e pelo depositário do fundo (custos do fundo) e os factores de governo e controlo que contribuem para a formação dessa remuneração. Assim, no domínio desta matéria foram até à presente data realizados vários estudos que se debruçaram principalmente sobre as actividades de gestão de fundos de investimento e

de REITs, no âmbito dos mercados Norte-Americano, Inglês e Alemão. Na verdade, a publicação destes estudos muito contribuíram para a clarificação da função *Governance* e para explicação da sua importância no conjunto das decisões de gestão tomadas. No entanto, para análise os contributos dos estudos realizados até ao presente, é fundamental considerar e compreender as diferenças na estrutura de governação dos fundos de investimento no âmbito dos principais mercados imobiliários e mobiliários internacionais que foram objecto de estudo, e a estrutura de governo do mercado de fundos de investimento imobiliário português.

A implementação e manutenção de mecanismos de governo acarretam um conjunto de custos (custos de agência) que permitem gerir situações conflituantes entre os vários órgãos da estrutura de governo, mas que acabam por ter efeito na remuneração cobrada ao fundo decorrente do serviço de investimento prestado. A remuneração da sociedade gestora assume então um papel fundamental no âmbito dos conflitos existentes entre os accionistas e os participantes, tal como referido em Ferris e Yan (1999, p. 620). De acordo com a sua investigação foram identificados dois modelos de estratégias de Governação adoptados pelas sociedades gestoras, que se distinguem pelo prazo da estratégia adoptada. As sociedades gestoras que assumem uma estratégia focada no curto-prazo tendem a registar uma certa miopia na gestão empreendida focalizando-se em objectivos menos sustentados, que procuram a maximização das remunerações recebidas pelo serviço de gestão prestado. Por outro lado, as sociedades gestoras que assumem uma estratégia focada na continuidade e no longo prazo tendem a assumir uma gestão focalizada no aumento da performance dos fundos geridos, cobrando aos fundos sob gestão remunerações adequadas à natureza e do serviço de gestão prestado, tornando-se assim os conflitos de interesse menos propícios em sociedades gestoras com uma orientação focalizada no longo prazo. A par do estudo levado a cabo por Ferris e Yan (1999), já Bogle (2005) afirmava no seu estudo sobre a indústria mercado de fundos de investimento americano, que a maior fonte de conflito entre a sociedade gestora e os participantes dos fundos de investimento se assumia como a definição da remuneração de gestão. O facto de as remunerações de gestão mais elevadas se traduzirem em maiores benefícios para a sociedade gestora em detrimento dos interesses dos participantes, realçava a relação directa existente entre a severidade dos conflitos e o nível de remuneração cobrada pela sociedade gestora.

Gemmil e Thomas (2006) consideram que os custos cobrados pelos fundos de investimento são uma medida de grande importância na medida em que têm um impacto directo na rentabilidade do fundo e são definidos pelo órgão de gestão. Para estudar o impacto das variáveis de *corporate governance* no nível de custos dos FIIs portugueses foi analisado o conjunto dos estudos realizados na literatura de *corporate governance* em fundos de Investimento e REITS, bem como estudada a natureza do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário Português.

Do conjunto das variáveis identificadas, procedemos à sua divisão tendo a consideração a sua natureza: variáveis de governo e variáveis de controlo.

#### **4.1. Variáveis de Governo**

As variáveis de governo assumem-se como os factores, mecanismos da sociedade gestora e do respectivo sistema de decisão, controlo e mediação utilizados para prevenir e mitigar efectivos ou potenciais conflitos de interesses entre elementos da sua estrutura de governo ou outros elementos externos com os quais esta se relacione.

##### **Natureza do Conselho de Administração**

Na definição da estratégia e na governação da sociedade são conferidos poderes a um ou a conjunto de indivíduos que se constituem responsáveis pelos actos de gestão necessários à prestação do serviço de investimento.

O órgão de gestão da sociedade gestora pode assim assumir diversas naturezas e dimensões afectando essas características o modelo e a forma de governo da sociedade, bem como o custo inerente ao serviço de investimento prestado.

Nos estudos anteriores sobre esta matéria foi examinada por diversas vezes a forma como a dimensão do órgão de administração e o nível de concentração de administradores independentes contribuíam para a determinação e para variação da remuneração de gestão cobrada.

Segundo Lipton e Lorch (1992) e depois por Jensen (1996) foi defendido que órgãos de administração de maior dimensão tornavam-se menos efectivos na monitorização da actividade, pelo facto de haver tendencialmente maior dificuldade na coordenação da gestão. Tufano (1997, p.347) procurou estudar a relação entre os custos cobrados pelas sociedades gestoras de fundos de investimento abertos nos EUA e o número de os administradores independentes e a sua remuneração. Em resultado da investigação efectuada, Tufano (1997) encontrou evidência de que existe uma relação positiva entre o nº de administradores e o nível de comissão cobrada, ou seja, quanto mais administradores tiveram assento maior será o nível de remuneração exigida. Paralelamente, os resultados estimados provaram também que Conselhos de Administração com menor percentagem de administradores independentes tendem em média a exigir maior retorno pelo serviço de investimento prestado, conforme também demonstrado por Gemmill e Thomas (2006) na sua análise ao mercado do Reino Unido de fundos de investimento fechados<sup>5</sup>.

No que concerne ao mercado de fundos de investimento imobiliário português, existem duas diferenças de governação fundamentais face aos mercados objecto de estudos acima, e que afectam directamente a relação entre a natureza do órgão de administração e o correspondente efeito nos custos associados à gestão e ao registo de depósito de valores mobiliários. Em primeiro lugar, os estudos acima mencionados foram elaborados sobre mercados em que os fundos de investimento assumem uma forma societária, apresentando por esse facto um órgão de gestão próprio ao contrário do que acontece no mercado português. Em segundo lugar, de acordo com a regulamentação dos mercados objecto de estudo nos artigos analisados, compete aos administradores independentes (nomeados pelos participantes) a negociação da remuneração de gestão, imposição que não é vigente na indústria portuguesa na medida em que a mesma esta figura não tem lugar. Face ao exposto, ao conjunto dos estudos já realizados e à natureza particular do mercado em análise, será considerada para estudo o efeito da dimensão do órgão de administração na determinação da remuneração o rácio entre o

---

<sup>5</sup> Segundo o estudo de Gemmill e Thomas (2006) o aumento a entrada de um novo administrador para o *Board* provocaria um aumento no 0.0447 no rácio de custos, sendo que se esse aumento fosse realizado pela admissão de um administrador independente, essa admissão representaria uma redução do mesmo rácio em média de -0,00144, face à eventual admissão de um administrador não independente.

somatório dos custos de gestão e de depósito e o valor líquido global médio do fundo no ano.

### **Auditor do Fundo**

Um dos principais objectivos da função de *corporate governance* consiste na monitorização e no controlo da acção do órgão de gestão. A supervisão e o acompanhamento da performance da actividade e a garantia de uma adequada e apropriada contabilização da acção de gestão constituem dois dos princípios básicos de governo das sociedades. Como já fora referido, a sociedade gestora e os participantes dos fundos pretendem alcançar objectivos distintos, podendo essa situação gerar potenciais conflitos entre eles. Conforme referido por Ojo (2009, p.5), um dos mecanismos que permite contribuir para o esforço de *corporate governance* consiste no envolvimento do órgão de fiscalização e dos auditores externos no processo de gestão e mitigação dos conflitos de interesse. Adicionalmente tal como mencionado na lei de *Sarbanes-Oxley*<sup>6</sup>, o trabalho dos auditores externos no âmbito da revisão e da fiscalização do sistema de controlo interno e da função de gestão dos riscos, reduz o risco operacional, de negócio e de *compliance* da sociedade. Ao mesmo tempo, os auditores externos podem ter uma função essencial na correcta aplicação das políticas de contabilidade, inibindo o órgão de gestão de manipular ou implementar políticas contabilísticas “criativas”, defendendo os interesses dos accionistas e participantes. Para além do supra referido, Abbott and Parker (2000), sublinham também necessidade de reforço da independência, diligência e capacidade dos órgãos de fiscalização e auditoria, contributo fundamental para o desenvolvimento do modelo de governação da sociedade.

Na verdade, o contributo dos auditores externos para o governo da sociedade irá ser tanto maior quanto maior a sua independência, a sua experiência e qualidade do seu trabalho, constituído estas características elementos fundamentais para a defesa dos interesses dos participantes.

---

<sup>6</sup> Legislação que vigora desde 2002, constituída no sentido de regular as praticas de carácter financeiro e de *corporate governance* das sociedades. Esta legislação, pretende de forma genérica a implementação de mecanismos de controlo, auditoria e *governance*, através da criação de estruturas e elementos externos e internos às sociedades, capazes de fiscalizar e supervisionar actividade, as operações e a acuidade das demonstrações financeiras, de modo a evitar a fraude, assegurando simultaneamente o controlo do risco e a transparência.

O mercado português de auditoria externa é constituído por diferentes *players* nacionais e internacionais. Tendencialmente, decorrente da competitividade passada, experiência, dimensão e reputação está associado às empresas de prestação de serviços de auditoria internacionais uma maior percepção de qualidade de diligência, transparência, independência e qualidade.

De acordo com DeAngelo (1981), que estudou a relação entre a dimensão do auditor e a sua qualidade, e posteriormente por Becker (1998), que se debruçou sobre o retorno das empresas auditadas por grandes empresas e pequenas empresas de auditoria, ficou evidenciado que o trabalho desenvolvido por empresas de auditoria de maior dimensão apresentava maior qualidade e, que esse facto, se acabava por reflectir no maior retorno e maior nível de transparência das empresas auditadas.

Assim, poder-se-á assumir que o contributo para o esforço de governo societário levado a cabo pelos auditores internacionais de maior dimensão será maior, sendo os interesses dos participantes melhor defendidos e consequentemente as comissões de gestão e depósito cobradas mais adequadas ao serviço efectivamente prestado.

### **Nível de Endividamento**

Os fundos de investimento podem recorrer ao endividamento<sup>7</sup> na prossecução dos seus objectivos e das suas actividades, tal como os tradicionais agentes económicos. Na verdade, o endividamento pode funcionar como um instrumento fundamental no desenvolvimento e implementação da sua política de investimento. Por definição os fundos com maior recurso ao endividamento apresentam um maior nível de risco, na medida em que as actividades por si desenvolvidas têm que ser rentáveis o suficiente para cobrir o montante de capital e juros que foi emprestado. O facto do nível de risco variar de forma positiva com o endividamento aliado à necessidade de satisfazer o objectivo de máximo retorno dos participantes, torna a tarefa do gestor e do órgão de

---

<sup>7</sup> Dentro dos limites dispostos no RJFII. O limite ao endividamento para FIIs abertos é de 25% do activo total do fundo (conforme disposto na aliena g) do nº1 do artº 38º do RJFII). Nos fundos fechados, este limite ascende a 33%, sendo que nos fundos de subscrição particular, em que número de participantes seja inferior a cinco, ou sendo estes exclusivamente investidores institucionais, não está limitado o recuso ao endividamento (conforme disposto na aliena d) do nº1 do artº 46º do RJFII e na aliena b) do nº1 do artº 48º do RJFII, respectivamente).

gestão tendencialmente mais difícil e exigente, aumentando o dever de diligência e a pressão sobre estes. Por outro lado, o endividamento pode gerar uma situação de conflito de interesse em situações em que a sociedade gestora pertença a uma instituição de crédito ou a um grupo financeiro e o Órgão de Gestão e o Gestor actue de forma a servir interesses dos accionistas em detrimento dos participantes, ou seja, recorrer desnecessariamente ao endividamento reduzindo a performance do fundo. Ao mesmo tempo, o endividamento poderá implicar uma maior “*disciplina*” na gestão, podendo torna-la mais eficiente (Jensen e Meckling, 1976).

Face ao supra referido, um nível de endividamento mais elevado tenderá a ter um maior efeito na comissão de gestão cobrada ao fundo pelo facto de exigir um maior nível de diligencia na negociação e monitorização das varias naturezas de risco a que o fundo esteja exposto. Para estudo do impacto da variável endividamento optámos por considerar o rácio entre o valor do endividamento e o valor líquido global de cada fundo.

### **Tipo de Fundo**

Para aferir a forma como o tipo de fundo tem impacto nos níveis de comissão cobrada importa em primeiro lugar perceber a natureza de cada tipo de fundo. De acordo com RJFII, os fundos podem assumir a natureza de fundos abertos, fechados ou mistos. Nos fundos abertos o número de unidades de participação é variável e nos fundos fechados, este valor é fixo, existindo nos fundos mistos as duas categorias de unidades de participação. Por este facto, nos fundos abertos um investidor constitui-se participante pela simples liquidação da subscrição de unidades de participação a qualquer momento, sendo que nos fundos fechados um investidor só se poderá constituir participante pela liquidação da subscrição de unidades de participação na data constituição do fundo, após aumento de capital aprovado por assembleia de participantes ou por transmissão de unidades de participação em mercado secundário. Dentro dos fundos fechados existem ainda duas naturezas de fundos, os que tenham sido objecto de oferta pública e os que tenham sido objecto de oferta particular (a grande maioria dos fundos em actividade), sendo que duas das principais diferenças residem no facto de os fundos de subscrição pública terem que cumprir com critérios de dispersão como um mínimo de 100 participantes após o primeiro ano da sua actividade



e um mínimo de 25% das unidades de participação dos fundos deve encontrar-se disperso por 100 participantes, conforme disposto no regulamento 8/2002 da CMVM.

Após analisada a tipologia de fundos existentes no mercado de FIIs, importa também referir que nos fundos fechados existe um órgão de governação adicional que afecta directamente a função governação da sociedade: a Assembleia de Participantes. A este órgão compete, entre outras funções previstas no artº. 45º do RJFII, a aprovação do aumento dos custos que constituem encargos do fundo, encontrando-se dentro desse âmbito as comissão de gestão e de registo e depósito de valores mobiliários.

Deste modo, considero existirem dois factores distintos que atribuem tendencialmente um maior poder negocial aos participantes de fundos fechados na negociação de comissões de gestão e depósito. Em primeiro lugar, o facto de o número de participantes dos fundos fechados ser menor do que o número de participantes de fundos abertos e por isso, à partida, os primeiros conseguirem exercer individualmente maior pressão sobre o órgão de gestão. Em segundo lugar, o facto de um aumento de comissionamento nos fundos fechados requerer a aprovação pela assembleia de participantes, sendo que nos fundos abertos o aumento de comissionamento apenas confere ao participante a faculdade de resgatar a sua posição sem encargos adicionais.

### **Grupo Financeiro**

Actualmente o mercado financeiro português encontra-se, tal como o mercado financeiro global, dominado principalmente por grupos financeiros que agregam uma multiplicidade de actividades. O órgão de gestão do grupo financeiro pretende a maximização da rendibilidade do investimento dos accionistas podendo por vezes conjugar as actividades bancárias e de investimento de modo beneficiar o grupo financeiro e os interesses dos accionistas em detrimento dos interesses de uma sociedade participada, por si controlada, e prejudicando simultaneamente objectivos dos participantes de fundos de investimento imobiliário, caso o objecto dessa sociedade participada seja a gestão de FIIs. Face a esta realidade e como já foi atrás referido, a acção das entidades de supervisão aliadas à actual regulamentação contribui para limitar a acção dos grupos financeiros, defendendo ao mesmo tempo os interesses dos participantes, não eliminando no entanto a ocorrência dos conflitos de interesse.

Paralelamente, o mercado de FIIs pressupõe por imposição legal, que a contratação do serviço de registo e depósito de valores mobiliários tem que ser exercida por uma entidade distinta da entidade gestora, a entidade depositária. O facto de entidade gestora pertencer a um grupo financeiro que por norma possui na sua estrutura uma entidade depositária leva a que, tendencialmente, as sociedades gestoras integradas em grupos financeiros tenham maior capacidade para negociar uma comissão de depósito mais reduzida, face a sociedades gestoras não pertencentes a grupos financeiros. Alves (2005) sugere que a atitude do grupo financeiro no qual o fundo está integrado pode ser diferente dos interesses dos participantes do fundo.

Em suma, no âmbito do dever de defesa do “*interesse exclusivo dos participantes*” estipulado no nº1 do artº. 9º do RJFII, as sociedades gestoras devem e podem aproveitar as sinergias do grupo financeiro em que se inserem no alcance dos objectivos do fundo, na implementação da política de investimentos, na negociação de comissão de depósito e em todas as actividades inerentes à gestão no sentido de alcançar o melhor resultado possível, potenciando esta situação, à partida, a redução dos custos do fundo.

## **4.2. Variáveis de Controlo**

### **Rotação Média da Carteira**

De acordo com a instrução da CMVM nº 12/2006 a rotação média da carteira consiste no quociente entre o volume de transacções, em cada ano civil, e o seu valor líquido global médio nesse mesmo ano civil. No sentido de entender de que forma a rotação média da carteira tem impacto na determinação dos custos associados à gestão do fundo, importa em primeiro lugar identificar qual a natureza de factores que influenciam a rotação média da carteira.

O RJFII define princípios de composição de património, limitando em 75% o nível mínimo de investimento dos fundos em imóveis ou activos equiparados (conforme definido no artº. nº 5 do RJFII) a partir dos dois primeiros anos de actividade. Na verdade, esta restrição traduz-se tendencialmente numa limitação da transaccionalidade de imóveis, na medida em que o processo de alienação e aquisição de imóveis é moroso

potenciando o incumprimento de legislação, associado ao facto de um fundo poder deter no seu património apenas um máximo de 25% de liquidez para satisfazer eventuais pretensões nas aquisições de imóveis. Assim, à partida, a rotação média da carteira será maior em fundos cujo início de actividade tenha ocorrido num período inferior a dois anos e em fundos cujo valor líquido global seja de maior dimensão pelo facto de poder, em termos absolutos, possuir mais recursos para investir ou desinvestir.

O objectivo e a política de investimentos do fundo constituem também um factor fundamental para a rotação média da carteira. Factores como o objectivo dos investimentos do fundo (compra e venda, promoção imobiliária ou arrendamento) afectando directamente a o nível de transaccionalidade do fundo e o sector de investimento (habitação, escritórios ou logística), tipologia de imóveis (prédios rústicos, mistos ou urbanos) e localização geográfica, afectando pela liquidez o montante de transacções do fundo, muito podem contribuir para a evolução do valor de rotação médio da carteira.

Para além dos factores já mencionados, a conjuntura económica e financeira contribui também de maneira decisiva para a rotação média da carteira. De facto, em conjunturas menos favoráveis e de incerteza existe uma menor tendência para a transaccionalidade não só em termos de alienações, no sentido de evitar menos-valias, mas também em termos de aquisições na medida em que nestas ocasiões o *spread bid-ask* assume maiores valores.

Em suma, o nível de comissão de gestão cobrado deverá, tendencialmente, variar de forma directa com nível de rotação da carteira, na medida em que quanto maior o nível de transaccionalidade maiores serão maiores os potenciais custos de research inerentes à gestão, maior a diligência no estudo de eventuais decisões de aquisição ou alienação e maiores os custos inerentes à negociação e restantes actividades dos processos de aquisição e alienação.

### **Valor Líquido Global do Fundo e Activos sob Gestão da Entidade Gestora**

Inerente o princípio relativo à partilha de riscos e custos e ao princípio de defesa dos interesses dos participantes, o mercado e os reguladores tendem a incentivar a implementação de economias de gama na determinação dos custos de gestão e depósito

a serem cobrados aos fundos. Tal como evidenciado por Dermin e Roller (1992), existem economias de gama no mercado de fundos de investimento, quer a nível do próprio fundo quer a nível da sociedade gestora. Dois exemplos desse facto são a diluição dos custos de *research* por mais fundos e a realização de actividades de gestão para determinados activos imobiliários do fundo que beneficiem outros activos do fundo. Também Tufano (1997, p.347), a este propósito, encontrou evidência de economias de gama em ambos os níveis para o mercado de fundos de investimento nos E.U.A.

### **Idade do Fundo**

Tal como referido por Tufano (1997, p.342), empiricamente não existe uma relação clara entre os custos de gestão do fundo e a idade do fundo. Fundos com menor idade têm, tendencialmente, mais custos inerentes ao seu início de actividade o que se reflecte na sua comissão de gestão, embora a sociedade gestora possa não cobrar esse acréscimo, de forma a tornar esses fundos mais atractivos para os investidores. Para o mercado americano de fundos de investimento, Tufano (1997, p.342) demonstrou que a idade aumenta de forma directa com a comissão de gestão cobrada, sugerindo que fundos com maior experiencia cobram maiores comissões de gestão.

### **Rendibilidade do Fundo**

Conforme referido por Tufano (1997, p.342) e prática imobiliária instituída no mercado dos E.U.A, uma performance mais elevada justifica a cobrança de uma comissão de gestão maior. Na verdade, a prestação de um serviço de maior qualidade tem tendencialmente um preço mais elevado. O estudo de Tufano (1997, p.347) provou que existe relação directa, apesar de fraca, a rendibilidade de um fundo de investimento e a comissão de gestão.

No que concerne ao mercado de investimento imobiliário português, importa em primeiro lugar entender de que forma as particularidades no cálculo da rendibilidade anual do fundo para de seguida entender o seu impacto nos custos de gestão e depósito. No decorrer da sua actividade o fundo incorre num conjunto de custos e perdas, bem como ganhos e proveitos que geram após impostos um determinado resultado. Esse resultado traduz-se na valorização que dividida pelo nº de unidades de participação do fundo corresponde ao valor de cada unidade de participação. Os FIIs do mercado

divulgam o valor da unidade de participação mensal, sendo este valor a base para o cálculo da rendibilidade do Fundo em cada ano.

No sentido de determinar o efeito da rendibilidade nos custos, serão consideradas duas observações de rendibilidade distintas as do ano de 2009 e do ano de 2010.

Em primeiro lugar, tal como evidenciado por Tufano (1997, p.347), importa verificar a relação entre a rendibilidade passada e a comissão de gestão cobrada, ou seja, se fundos com uma performance mais elevada em 2009 justificam a cobrança de uma comissão de gestão maior.

Por outro lado, existe também uma particularidade nos fundos de investimento imobiliário que nos leva a analisar a rendibilidade do ano de 2010. Uma das componentes que tem influência directa na componente de ganhos do fundo é a valorização ou desvalorização dos imóveis em carteira. De acordo com as regras regulamentares de valorização de imóveis, um imóvel acabado deverá ser avaliado no máximo pela média de dois avaliadores independentes ou alternativamente ao custo de aquisição. Na verdade, esta característica permite à entidade gestora gerir e ajustar a valorização do fundo de acordo com o objectivo de rendibilidade pretendido para cada fundo.

### **Risco do Fundo**

Os FIIs pela sua actividade encontram-se sujeitos a várias naturezas de risco. No sentido de aferir a forma como o risco que relaciona com os custos de gestão e de depósito, importa entender o significado do impacto das principais naturezas de risco num fundo.

O risco de mercado traduz-se na probabilidade de se registarem efeitos negativos nos resultados e/ou no património do fundo por oscilações de factores económico-financeiros (taxa de juro, flutuações da taxa de câmbio e inflação), alterações de carácter político e alterações de carácter fiscal afectando de forma global o fundo de investimento.

O risco inerente à inocupação de imóveis, associado ao risco de contraparte (risco de incumprimento das obrigações pecuniárias dos inquilinos) constituiu também uma das

principais fontes de risco, nomeadamente em fundos cujo património se concentre em imóveis de rendimento, tendo impacto directo nos resultados do fundo, bem como no valor das potenciais rendas cobradas.

O risco de desvalorização dos imóveis afecta transversalmente os fundos de investimento imobiliário independentemente dos objectivos e actividades de investimento, tendo impacto directo na sua valorização.

O risco de concentração por região, por tipologia, por objectivo e por actividade imobiliária que o fundo desenvolve são também susceptíveis de alterar o valor do fundo.

Na verdade, a forma como cada natureza de risco influencia o fundo estará relacionada com o tipo de investimentos que o são empreendidos na gestão do fundo (compra e venda, promoção imobiliária e/ou arrendamento).

Deste modo, devido à multiplicidade de riscos existentes torna-se fundamental que a sociedade gestora mantenha permanentemente uma função de gestão de riscos capaz de monitorizar e avaliar os riscos a que os fundos se encontram expostos, bem como prever os eventuais impactos futuros das diversas naturezas de risco nos fundos sob gestão.

Tendo em consideração as previsões de risco associadas a cada fundo, fundos com um perfil de risco mais reduzido exigem uma gestão mais rigorosa e de maior controlo quer na monitorização do risco quer na qualidade e celeridade das decisões de gestão, tendo tendencialmente este facto impacto nos custos de gestão cobrados pela sociedade gestora. Assim, espera-se que fundos com um menor nível de risco tenham associado um maior nível de comissionamento.

## **5) Caracterização da Amostra**

A informação recolhida para constituição da amostra teve como principal fonte de informação o sistema de informação disponível no *site* da Comissão de Mercado de

Valores Mobiliários<sup>8</sup> (CMVM), nomeadamente para obtenção de dados relativos à valorização dos fundos, rendibilidades de fundos abertos, endividamento (empréstimos e descobertos bancários), tipo de fundo e rotação média da carteira. No que concerne, valores dos activos sob gestão das sociedades gestoras e valores líquidos globais dos Fundos a informação foi recolhida junto da Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (APFIPP). Relativamente às comissões de gestão e depósito cobradas, aos auditores do Fundo, à idade dos Fundos, ao nº de administradores de cada sociedade gestora e aos dados relacionados com ao facto de a sociedade gestora pertencer ou não a um grupo financeiro, estes foram extraídos dos relatórios e contas dos fundos, bem como dos seus regulamentos de gestão.

Do conjunto dos fundos de investimento imobiliário do mercado português em actividade no final de 2010, foram eliminados os fundos de gestão de património imobiliário por assumirem uma natureza distinta e por não estarem divulgados todos os elementos e dados necessários para realização do estudo em apreço. Cumulativamente, não foram considerados para efeitos da amostra os fundos cuja actividade se tenha iniciado posteriormente a 1 de Janeiro de 2009, pelo facto de não se poder proceder aos cálculos de rendibilidade para esses fundos nesse mesmo ano. Os dados recolhidos respeitam ao ano de 2010 para todas as variáveis excepto para a variável de rendibilidade do ano de 2009, representando estes cerca de 93,27% dos activos sob gestão neste mercado e cerca de 84,67% dos FIIs em actividade no final do ano de 2010.

Assim, a amostra objecto de análise descritiva foi constituída por 221 Fundos de Investimento Imobiliário em actividade a 31 de Dezembro de 2010. Do conjunto dos fundos da amostra 13 eram fundos abertos 208 fechados dos quais 77 assumiam a natureza de Fundos Especiais de Investimento. Estes fundos eram a esta data geridos por 35 entidades gestoras.

No que respeita à análise de estatística descritiva, o **Anexo I** apresenta um sumário para cada uma das variáveis em estudo, relevando alguns aspectos importantes e de interesse. O valor médio de custos cobrados por activo sob gestão ascendia a 1,07%, apresentando uma dispersão de 1,28%. A média de activos sob gestão por fundo atingia os 48.498

---

<sup>8</sup> [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

milhões de euros, acendendo a 1.064 milhões de euros o fundo com maior valor líquido global. As sociedades Gestoras tinham em termos médios 4 administradores. Os fundos apresentam uma idade média de 5,8 anos e um nível médio de endividamento de 143%. Decompondo o nível de endividamento por tipo de fundo, verifica-se que em média os fundos de investimento imobiliários abertos apresentavam um rácio de endividamento médio de 5%, enquanto o nível de endividamento dos fundos fechados se situava nos 151%. Na verdade, o facto de não existir um limite legal de endividamento para os fundos de investimento imobiliários fechados de subscrição particular, em que número de participantes seja inferior a cinco, ou sendo estes exclusivamente investidores institucionais (característica comum à maioria dos FIIs em Portugal), ao contrário do que acontece com os restantes fundos, permite que estes fundos se endividem praticamente até ao montante de activo total, desde que mantenham o nível mínimo de Valor Líquido Global requerido pela regulamentação (5.000.000€).

No que respeita a rentabilidade, os fundos apresentam uma rentabilidade de média de 4,83% em 2009 e 0,66% em 2010 o que representa uma diminuição, reflexo da actual conjuntura económica, da desvalorização dos imóveis e do decréscimo da taxa de ocupação dos mesmos.

Para o conjunto das variáveis em análise, à excepção da rentabilidade de 2009, as distribuições são enviesadas à esquerda ou assimétricas positivas (média > mediana > moda). No que concerne ao grau de concentração das observações em torno da média as variáveis em apreço tendem a assumir um valor de *Kurtose* superior a 3, à excepção do valor dos activos sob gestão das sociedades gestoras, ou seja, trata-se de distribuições leptocúrticas (com caudas pesadas).

Informação mais detalhada relativamente às estatísticas dos fundos está disposta no quadro do anexo **Anexo 1**.

### **Extracção de outliers e formalização de variáveis**

No sentido de identificar e analisar, através de um modelo de regressão linear, o impacto das várias variáveis de *Governance* e de controlo e, a forma como estas contribuem para o processo de definição das remunerações pagas pelos fundos às



entidades gestoras e bancos depositários, foram efectuadas as necessárias transformações à amostra de fundos, bem com às variáveis em análise.

Com base nos resultados da análise de estatística descritiva disposta no ponto anterior, foram identificados e eliminados os *outliers* da variável dependente *CUSTOS* (conforme ilustrado infra), com o objectivo de evitar o enviesamento da estimativa a realizar. Após a extracção dos *outliers* identificados, a amostra final a regredir assumia uma dimensão de 205 fundos de investimento imobiliário.

$$\text{Outliers}^9 \left\{ \begin{array}{l} X_i < [1^\circ Q - (1,5 * AIQ)] \\ X_i > [3^\circ Q + (1,5 * AIQ)] \end{array} \right.$$

$1^\circ Q = \text{Primeiro Quartil}$

$3^\circ Q = \text{Terceiro Quartil}$

$AIQ = \text{Amplitude Interquartil}$

$X_i = \text{Observação } i$

No que concerne às variáveis em estudo, com o objectivo de normalizar as distribuições e a atenuar o efeito dos extremos, foi, em alguns casos, efectuada a sua logaritmização e, em outros casos, à sua alteração, tendo as variáveis sido formalizadas conforme disposto infra:

### **Custos do Fundo**

A variável *CUSTOS* do fundo foi formalizada e calculada para cada fundo de acordo com o definido pela instrução 2/2006 da CMVM “ o quociente entre a soma da comissão de gestão e da comissão de depósito, em cada ano civil, e o seu valor líquido global médio nesse mesmo ano civil”.

$$CUSTOS = \frac{C.G. + C.D.}{VLGF_{\text{médio}}}$$

---

<sup>9</sup> Moroco, J. (2003), Análise Estatística de dados

*CUSTOS = Custos do Fundo*

*C.G. = Montante de Comissão de Gestão cobrado ao Fundo em 2010*

*C.D. = Montante de Comissão de Depósito cobrado ao Fundo em 2010*

*VLGF<sub>médio</sub> = Média Anual do Valor líquido Global do Fundo*

### **Número de Administradores da Sociedade Gestora**

O número de administradores da sociedade gestora de cada fundo contido na amostra foi logaritmizado tendo originado a variável *LNADMINISTRADORES*.

### **Auditor do Fundo**

No sentido de avaliar o contributo qualitativo dos auditores para a determinação da comissão de gestão e depósito do fundo praticadas no mercado português, foi formalizada uma *dummy* para esta variável (*DAUDIT*), assumindo o valor de 1 caso o auditor seja internacional<sup>10</sup> e 0 caso seja nacional.

### **Nível de Endividamento**

Para estudo do impacto da variável endividamento (*ENDIV*) optamos por considerar o quociente entre o valor do endividamento e o valor líquido global de cada fundo no final do ano.

$$N.Endividamento = \frac{Endividamento}{VLGF_{dez2010}}$$

*N.Endividamento = Nível de Endividamento do Fundo*

*Endividamento =  $\Sigma$  Valor dos empréstimos e descobertos bancários do fundo no final do mês de Dezembro de 2010*

*VLGF<sub>dez2010</sub> = Valor líquido Global do Fundo no final do mês de Dezembro de 2010*

### **Tipo de Fundo**

---

<sup>10</sup> Empresas de auditoria internacionais consideradas no estudo: KPMG & Associados – Revisores Oficiais de Contas S.A.; Ernst & Young Audit & Associados SROC, S.A.; Deloitte & Associados SROC, S.A.; PricewaterhouseCoopers & Associados SROC, Lda. e BDO & Associados SROC, Lda.

No sentido de determinar o impacto nos custos do atributo “tipo de fundo” foi formalizada uma dummy para esta variável (*TIPO*), assumindo o valor de 1 caso seja fundo aberto e 0 caso seja fundo fechado, tendo sido ignorada a tipologia de fundo misto por não estar actualmente representada no mercado português.

### **Grupo Financeiro**

De forma a determinar a existência de algum benefício inerente ao facto de uma sociedade gestora pertencer a um grupo financeiro, foi formalizada uma dummy para esta variável (*DFINANCEIRO*), assumindo o valor de 1 caso a sociedade gestora pertença a um grupo financeiro e 0 caso não pertença.

### **Rotação Média da Carteira**

A variável Rotação Média da Carteira (*RMC*) do fundo foi formalizada e calculada para cada fundo de acordo com o definido pela instrução 2/2006 da CMVM “*quociente entre o volume de transacções, em cada ano civil, e o seu valor líquido global médio nesse mesmo ano civil*”

$$RMC = \frac{\text{Volume\_de\_Transacções}}{VLGF_{\text{médio}}}$$

*RMC = Rotação Média da Carteira*

*Volume de Transacções =  $\Sigma$  Aquisições de Imóveis em 2010 +  $\Sigma$  Alienação de Imóveis em 2010 +  $\Sigma$  Aquisição de instrumentos financeiros em 2010 +  $\Sigma$  Alienação de Instrumentos financeiros em 2010*

*VLGFmédio = Média Anual do Valor líquido Global do Fundo*

### **Valor Líquido Global do Fundo**

O Valor Líquido Global de cada Fundo contido na amostra foi logaritmizado tendo originado a variável *LNVLGF*.

### **Valor dos Activos sob Gestão da Sociedade Gestora**

O Valor dos Activos sob Gestão da Sociedade Gestora em fundos de investimento imobiliário para os fundos contidos na amostra foi logaritmicado tendo originado a variável *LNVASGSOC*.

### **Idade**

A Idade de cada Fundo contido na amostra foi logaritmicada tendo originado a variável *LNIDADE*.

### **Rendibilidade do Fundo**

Como já foi referido, foi calculada a rendibilidade dos fundos para o ano de 2010 e 2009, tendo originado as seguintes variáveis respectivamente *REND2010* e *REND2009*.

A rendibilidade dos fundos da amostra seleccionada foi estimada de acordo com a fórmula de cálculo disposta no nº 1 do artigo 46º do Regulamento 8/2002 da CMVM:

$$R_i = \left[ \frac{(UP_f - (1 - Cr))}{(UP_i - (1 - Cs))} \prod_i \left(1 + \frac{R_j}{UP_j}\right) \right] - 1$$

*UP<sub>f</sub>* – Valor da unidade de participação no final do ano

*UP<sub>i</sub>* – Valor da unidade de participação no início do ano

*Cs* – Comissão de subscrição no início do ano (se aplicável)

*Cr* – Comissão de resgate aplicável ao investimento no final do ano (se aplicável)

*R<sub>j</sub>* – Rendimento atribuído na data *j*, por unidade de participação (aplicável somente a fundos que distribuem rendimentos)

*UP<sub>j</sub>* – Valor capitalizado da unidade de participação caso os rendimentos não tivessem sido distribuídos aos participantes (aplicável somente a fundos que distribuem rendimentos)

### **Risco do Fundo**

Para mensuração do risco associado a cada fundo no ano de 2010, foi utilizada a fórmula de cálculo disposta no nº 4 do artigo 46º do Regulamento 8/2002 da CMVM:

$$\sigma = \sqrt{\left( \frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (rt - \bar{r})^2 \right)} \times \sqrt{52}$$

$r_t$  = rendibilidade efectiva semanal, no decorrer do ano de 2010

$T$  = n.º de semanas do período de referência, coincidente com o período utilizado para o cálculo da rendibilidade;

$\bar{r}$  = média aritmética das rendibilidades efectivas semanais, durante o ano de 2010

Após calculado o risco de cada fundo e no sentido de determinar o impacto desta variável no *CUSTO*, foram classificados todos os fundos da amostra de acordo com os critérios da tabela infra (nº 5 do artigo 46º do Regulamento 8/2002 da CMVM), tendo com base nessa classificação sido formalizadas as dummies *DR1 DR2 DR3 DR4 DR5 DR6* (base), assumindo o valor de 1 caso um fundo registe a classe de risco correspondente e 0 caso contrário.

Desvio padrão anualizado		Classe de risco	Escalão de risco
lim min	lim max		
0,0%	1,5%	1	Risco Baixo
1,5%	5,0%	2	Risco Médio Baixo
5,0%	10,0%	3	Risco Médio
10,0%	15,0%	4	Risco Médio Alto
15,0%	20,0%	5	Risco Alto
20,0%		6	Risco Muito Alto

## **6) Modelo de Regressão Linear Múltiplo**

De forma a medir o impacto de cada variável de *governance* e de controlo nos custos associados à comissão de gestão e de depósito, foi formalizado o seguinte modelo de regressão linear múltipla:

$$CUSTOS_i = \beta_1 + \beta_2 DR1_i + \beta_3 DR2_i + \beta_4 DR3_i + \beta_5 DR4_i + \beta_6 DR5_i + \beta_7 DTIPO_i + \beta_8 DAUDIT_i + \beta_9 DFINANCEIRO_i + \beta_{10} ENDIV_i + \beta_{11} LNADMINISTRADORES_i + \beta_{12} LNIDADE_i + \beta_{13} LNVASGSOC_i + \beta_{14} LNVLGF_i + \beta_{15} REND\ 2010_i + \beta_{16} REND\ 2009_i + \beta_{17} RMC_i + \varepsilon_i$$

A regressão supra foi corrida com base na estimação ordinária dos mínimos quadrados (OLS), tendo sido identificados os resultados dispostos no **Anexo 2**.

No sentido de garantir que a estimação utilizada respeita os princípios do Modelo de Clássico de Regressão Linear, foram realizados um conjunto de testes, nomeadamente de heteroscedasticidade, de autocorrelação e Normalidade, tendo cumulativamente sido analisadas as correlações existentes entre as variáveis em estudo, no sentido de verificar a existência de multicolineariedade.

### **6.1. Teste de Heteroscedasticidade**

A estimação OLS de uma regressão, admite-se caso os erros tenham igual distribuição com variância constante e média zero. Ao admitir a hipótese de variâncias iguais, admitimos por consequência que a dispersão dos erros é constante em toda a amostra (homoscedasticidade), caso contrário estamos perante um problema de heteroscedasticidade com impacto directo nas propriedades dos estimadores como a eficiência e consistência.

Para testar a presença de heteroscedasticidade, foi realizado o teste *Breusch-Pagan-Godfrey*, cujo resultado se encontra disposto no **Anexo 3**. De acordo com os resultados do teste *F* executado apresenta um *p-value* de 0.1384, aceitando-se deste modo a hipótese nula de homoscedasticidade, confirmando a não existência de heteroscedasticidade no modelo.

### **6.2. Teste de Autocorrelação**

O teste de autocorrelação permite identificar se os erros das observações da amostra são independentes ou correlacionados. A correlação dos erros de observações da amostra poderá provocar problemas de eficiência a nível do estimador e validade do próprio teste de hipóteses. Neste sentido, de modo a verificar a existência de autocorrelação no modelo estimado, foi efectuado o teste de *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test* com dois *lags*, cujo *output* se encontra disposto está disponível no **Anexo 4**. Tal como, no ponto anterior, aceita-se a hipótese nula, na medida em que o *p-value* do teste *F* realizado ascende a 0,7440, não existindo deste modo autocorrelação no modelo em apreço.

### 6.3. Teste de Normalidade

A presença de normalidade num modelo baseia-se nos pressupostos de que os erros são uma variável aleatória normal e *iid*<sup>11</sup>. Assim, o teste de normalidade determina se os erros seguem ou não uma distribuição normal. Para aferir a normalidade da amostra em estudo, foi realizado o teste *Jarque-Bera* conforme indicado no **Anexo 5**. Neste caso particular a hipótese nula de normalidade é rejeitada uma vez que o *p-value* do teste *F* realizado é 0,0000, como já tinha parcialmente sido verificado na análise do coeficiente de *Kurtose* realizada no ponto 5, facto que levou á logarimização das variáveis idade, valor líquido global do fundo, número de administradores e activos sob gestão da entidade gestora. No entanto, importa referir que de acordo com o teorema do limite central, que para amostras grandes, o que acontece no caso em estudo (205 *observações*), a distribuição da média tende para uma distribuição normal, sendo que, apesar da amostra não apresentar normalidade, os estimadores tendem a assumir normalidade, o que reduz o efeito de enviesamento e ineficiência.

### 6.4. Multicolineariedade

A presença de multicolineariedade está associada à presença de fortes relações lineares, ou seja, quando no mínimo duas variáveis independentes apresentam uma forte correlação o que provoca normalmente problemas de eficiência do estimador.

De modo a estudar a existência de multicolineariedade, procedeu-se ao estudo das correlações entre as variáveis, bem como ao seu nível de significância estatística através do teste *Person*. Conforme ilustrado no **Anexo 6**, foram identificadas num conjunto de correlações estatisticamente significativas, não representando no entanto nenhuma delas uma forte correlação. A multicolineariedade na análise de regressões só é considerada perigosa quando excede 0,8 (Gujarati, 1995), facto que não se verificou. Deste modo, não existe no modelo explicativo multicolineariedade entre as variáveis independentes.

## **7) Análise de Resultados**

Após verificadas as condições do modelo de regressão linear clássico, importa analisar o modelo de regressão estimado. O **Anexo 2** apresenta o efeito das variáveis de controlo e de governo na variável *CUSTOS*. Do conjunto das variáveis analisadas, cinco

---

<sup>11</sup> Independentes e identicamente distribuídas

apresentam significância estatística ao nível de 5%, sendo que o impacto das restantes não é estatisticamente significativo. As variáveis de *Governance* que apresentam significância estatística são os auditores do fundo, o tipo de fundo e o nº de administradores, sendo que no domínio das variáveis de controlo apenas o nível de risco e valor líquido global do fundo apresentam relações significativas.

Em consonância com os anteriores estudos realizados, não directamente para fundos de investimento imobiliário mas para fundos de investimento mobiliário e REITs, a dimensão do conselho de administração apresenta-se como relevante para formação dos custos ( $p\text{-value}=0,0067$ ). A relação entre as duas variáveis é positiva indicando que conselhos de administração maiores estão associados a um maior nível de custos do fundo à semelhança do que foi encontrado em estudos anteriores (Tufano, 1997; Gemmil e Thomas, 2006; DelGuercio *et al.*, 2003). Assim, podemos concluir que conselhos de administração das sociedades gestoras do mercado português tendem a ser menos eficientes quanto maior o número de assentos nesse órgão, tendo esse facto impacto directo no rácio *Custos/VLGF* pela remuneração dos membros do conselho, com efeito na componente de comissão de gestão, como também indirectamente no valor líquido global do fundo, pelo efeito do impacto da eficiência deste órgão nos resultados do fundo e, consequentemente, no valor líquido global do fundo.

No que respeita aos auditores do fundo, verifica-se que, contrariamente às conclusões evidenciadas na literatura, nomeadamente por Ojo (2009), a experiência e qualidade dos auditores tem um impacto negativo no rácio *Custos/VLGF* ( $p\text{-value}=0,0337$ ), ou seja, existe um aumento no rácio de custo quando os auditores do fundo são internacionais. Para melhor compreender as causas desta relação, importa analisar a natureza das relações entre a sociedade gestora e os auditores do fundo.

Em primeiro lugar, nos FIIs abertos a sociedade gestora é a entidade à qual cabe a escolha dos auditores do fundo, sendo que no caso dos fundos fechados, apesar de a escolha dos auditores poder ser sujeita à aprovação da assembleia de participantes, esta é por norma da competência da entidade gestora.

Por outro lado, importa também referir que no mercado Português dos FIIs, em cerca de metade dos fundos o auditor do fundo é comum ao da sociedade gestora, o que



tendencialmente associa o dever de defesa dos interesses dos participantes (auditores do fundo) com o dever verificar o cumprimento das regras legais/regulamentares, bem com das regras e princípios internos definidos pelo órgão de gestão da sociedade (auditores da sociedade).

Assim, pelo facto de a entidade gestora ter um papel fundamental na selecção e substituição dos auditores dos fundos e, por em cerca de metade dos casos os auditores dos fundos serem comuns aos das entidades gestoras, potenciam-se eventuais situações de defesa paralela, pelos auditores, dos objectivos do fundo e da sociedade gestora simultaneamente, podendo enviesar, em determinados casos este facto o contributo qualitativo dos auditores internacionais para mercado de FIIs português.

No que concerne ao tipo de fundo, existe evidência estatística inequívoca de que esta característica tem impacto directo no rácio *Custos/VLGF* ( $p\text{-value}=0,0000$ ). O rácio *Custos/VLGF* para os fundos abertos é em média superior em 0.007112 ao mesmo rácio para os fundos fechados. Na verdade, o facto de o número de participantes dos fundos fechados ser por norma reduzido, associado ao facto de nos fundos fechados os participantes terem maior intervenção na gestão e na governação pela participação nas assembleias de participantes, leva a que por consequência tenham maior influência e maior poder negocial do que os participantes de fundos abertos, resultando essa circunstância na cobrança de comissões de gestão e depósito mais reduzidas.

No que respeita as economias de gama na gestão de fundos de investimento imobiliário, apenas registámos evidência estatística na variável de volume sob gestão do fundo ( $p\text{-value} = 0,0224$ ). Fundos maiores registam um nível de custos inferiores. De facto, em conformidade com o evidenciado por Dermin e Roller (1992) e Tufano (1997), as sinergias geradas pela maior dimensão do fundo tendem a contribuir para uma maior eficiência na sua gestão, tendo essa característica impacto directo nos custos associados à gestão e registo e depósito de valores mobiliários.

De acordo com a formalização do modelo de regressão, os vários fundos foram classificados de acordo com o risco registado no ano de 2010. Das várias classes de risco, apenas a classe de nível de risco mais baixa apresentou significância estatística ( $p\text{-value}=0,0350$ ). Neste sentido, no mercado de FIIs português, os fundos com

classificação de risco igual 1 têm em média um rácio *Custos/VLGF* superior em 0,002798 quando comparados com a classe de risco 6. Na verdade, este facto pode estar relacionado com a maior necessidade de controlo e monitorização nos fundos de perfil de risco reduzido. A manutenção de perfis de risco reduzido carece de maior acompanhamento, análise e controlo nas várias actividades imobiliárias em que o fundo investe, razão pela qual fundos com menor perfil de risco exigem maior remuneração associada à gestão.

Paralelamente, no sentido de determinar o impacto da função governação na eficácia da gestão, foi estimada uma nova regressão considerando como variável dependente a rendibilidade dos fundos em 2010, colocando como variável independente os custos e mantendo como dependentes as restantes. De notar que, previamente à estimação do modelo, foram extraídos os *outliers* pelo método descrito no ponto 5, restando apenas 182 Observações.

Os resultados foram obtidos com base na estimação ordinária dos mínimos quadrados (OLS), apresentando no entanto o modelo estimado heterocedasticidade. Face a este registo, foi re-estimado o modelo recorrendo ao estimador *White*, corrigindo a heterocedasticidade pela obtenção de um estimador consistente para a matriz das variâncias e co-variâncias. O modelo corrigido de heterocedasticidade apresentou a configuração ilustrada no **Anexo 7**. Na verdade, observando o modelo estimado, apenas as variáveis *Custos* ( $p\text{-value}=0,0576$ ), *Rendibilidade em 2009* ( $p\text{-value}=0,0133$ ), *Nível de Risco* (para todos os níveis) e *Valor Líquido Global do Fundo* ( $p\text{-value}=0,0128$ ) se aprestaram como significativas. De facto, os resultados obtidos demonstram que os fundos com classificação de risco diferente de 6 têm em média uma rendibilidade inferior quando comparados com esta classe de risco. No que respeita aos Custos, um aumento desta variável tem, como era esperado, um impacto negativo na rendibilidade de 2010, representando o aumento de 1% do rácio de custos uma redução da rendibilidade em cerca de 0,93%. Tal como já fora demonstrado no modelo de regressão dos Custos (**Anexo 2**), verifica-se que um aumento de uma unidade de activos sob gestão provoca um aumento médio de rendibilidade de 0.01%, ficando novamente evidenciado o benefício inerente à prática de economias de gama. Por último, como seria de esperar, um aumento da rendibilidade em 2009 no valor de 1%, terá aproximadamente um impacto positivo de 0,099% na rendibilidade de 2010, reflectindo

esta relação o efeito de *smoothing*, já identificado no anterior estudo de Geltner (1991). Na verdade, o facto de o mercado imobiliário ser pouco líquido, associado à reduzida rotação média da carteira no conjunto dos fundos do mercado, leva a que o património imobiliário do fundo seja quase o mesmo de um ano para o outro. Sendo o património dos fundos semelhante ou até mesmo igual, os rendimentos libertados pelo fundo decorrentes das suas actividades imobiliárias tende a ser equivalentes, reflectindo-se esse facto na rendibilidade do fundo. Em complemento, o facto de, actualmente, os imóveis acabados poderem ser avaliados no intervalo de máximo pela média de duas avaliações independentes ou alternativamente ao custo de aquisição, permite que a rendibilidade dos fundos seja gerida e ajustada de acordo com o objectivo de rendibilidade pretendido para cada fundo, tornando as rendibilidades semelhantes no decorrer do tempo, conforme também evidenciado por Vasques (2008).

Apesar dos resultados obtidos na regressão disposta no **Anexo 7**, apenas obtivemos contributo significativamente estatístico para variáveis de controlo, não tendo obtido evidência estatística para as variáveis de *Governance*. Por este facto, não foi possível estudar e aferir a forma como os factores de *Governance* tinham impacto nas decisões de gestão e consequentemente na rendibilidade do fundo no ano de 2010, razão pela qual o estudo deste modelo em particular não foi mais aprofundado.

## **8) Conclusão**

O estudo realizado debruçou-se sobre a análise do contributo e dos efeitos da função *governance* para o processo de tomada de decisão no mercado de fundos de investimento imobiliário português.

O conjunto da literatura existente sobre esta matéria avaliou os efeitos dos mecanismos de *governance* através da análise da influência dos princípios, da estrutura e dos objectivos de governação na gestão de empresas, de fundos de investimento e de REITs. Para o estudo em apreço, foram considerados os aspectos que, de acordo com a análise da natureza do mercado de fundos de investimento imobiliário português e, que de acordo com a investigação de *corporate governance* já realizada, se constituíam como relevantes na gestão de FIIs e, particularmente, na definição do custo associado a essa gestão, bem com ao custo de registo e depósito de valores mobiliários.

De acordo com o estudo realizado, verifica-se a existência de uma relação directa e positiva entre os custos do fundo e número de elementos do conselho de administração da sociedade gestora, não existindo no entanto uma relação directa entre o seu desempenho (rendibilidade do fundo) e preço pago pela prestação do serviço de investimento (custos do fundo). No que respeita à tipologia do fundo, evidencia-se que os participantes de fundos fechados têm um maior poder de negociação dos custos e de influência sobre a gestão do fundo, ao contrário do que acontece com os participantes de fundos abertos, podendo este facto prejudicar o dever da sociedade gestora em agir de forma equitativa com os participantes de diferentes fundos de investimento imobiliário. A experiência e qualidade dos auditores do fundo variam de forma directa e positiva face aos custos do fundo, submergindo a questão de existência de potencial relação de conflito de objectivos quando os auditores do fundo e da sociedade gestora são os mesmos. A hipótese de economias de gama verifica-se apenas ao nível do valor líquido global do fundo e não ao nível dos activos sob gestão da entidade gestora. O risco do fundo apresenta-se apenas como variável significativa para fundos de muito baixo risco, por norma fundos abertos, no qual existe uma maior preocupação de controlo e monitorização do perfil de risco.

Na verdade, a investigação realizada levou-nos a um conjunto de questões relacionadas com os resultados obtidos. Qual a razão para não existirem economias de gama ao nível dos activos sob gestão da entidade gestora? Por que razão o legislador e regulador não impede que os auditores da sociedade gestora e dos fundos por ela geridos sejam comuns? Por que razão aos participantes dos fundos abertos não são atribuídas competências semelhantes às atribuídas aos participantes de fundos fechados, como a realização de Assembleias de Participantes? Qual a razão para que o prazo mínimo das avaliações seja apenas dois anos e durante esse período se possa alterar o valor das avaliações entre o custo de aquisição e média das duas avaliações?

Em primeiro lugar, a não existência de economias de gama ao nível dos activos sob gestão da entidade gestora é parcialmente justificada pelo facto de as actividades de investimento estarem associadas ao factor “confiança” e “reputação”, factores muitas vezes primordiais na escolha da sociedade gestora pelos investidores a quem as suas

poupanças são entregues, podendo assim as de maior dimensão aumentarem as suas margens de gestão em vez de reduzir os custos de gestão.

No que concerne a selecção dos auditores, poderá em parte ser invocado que as sociedades gestoras que escolhem os auditores de maior experiência e qualidade são as que apresentam uma maior margem, seleccionando os auditores associados à imagem de “confiança” e “reputação”, explicando parcialmente a relação directa entre custos e auditores. Independentemente do atrás mencionado, não podemos eliminar a hipótese da existência de potenciais conflitos de interesse entre auditores comuns ao fundo e à sociedade gestora, pelo este ponto deveria ser objecto de estudo pelas entidades reguladoras.

No que concerne à potencial diferença de tratamento entre participantes de fundos fechados e abertos, na verdade, a intervenção na gestão dos participantes de fundos abertos está bastante mais limitada, estando estes sujeitos às decisões de governo e de gestão da sociedade, podendo este ser um potencial ponto para melhoria da função *Governance* do mercado de FIIs em Portugal.

Por fim, a questão da avaliação de imóveis surge como um dos principais pontos críticos do mercado de fundos de investimento imobiliário. Na verdade, o actual prazo mínimo de dois anos para avaliação dos imóveis, associado às regras de avaliação de imóveis, não reflecte o valor de mercado dos imóveis e desvirtua as rendibilidades dos fundos verificadas ao longo do tempo, sendo essencial para a transparência e regulação deste mercado a constituição de novos critérios e regras de valorização <sup>12</sup>.

Em suma, devido ao aumento das exigências regulamentares e à própria melhoria da consciência de controlo nos vários órgãos de governo das sociedades, verifica-se um aumento do nível de *Governance* no mercado português. No entanto, ainda subsistem um conjunto de questões como as mencionadas supra, que aguardam uma evolução e redefinição, no sentido de aumentar o nível de *Governance* na prestação desta actividade de investimento. Por último, importa ainda referir que por maior evolução

---

<sup>12</sup> De realçar nesta matéria a consulta pública promovida pela CMVM, que pretende em traços gerais o aumento da frequência das avaliações dos imóveis contidos nas carteiras dos Fundos, bem como a limitação do registo do valor dos imóveis apenas ao valor médio de duas avaliações.

que a função *Governance* conheça, subsistirão sempre conflitos no serviço prestado entre os vários elementos da função *corporate governance* pois os seus objectivos podem ser divergentes. O verdadeiro desafio situa-se ao nível da adaptação, de forma contínua e coerente, da função de governação às alterações e acontecimentos do mercado imobiliário e dos acontecimentos que se registem no seio da própria empresa de investimento.

Por último, há ainda a realçar o facto de o presente estudo se encontrar parcialmente limitado pelo facto de parte da informação de *Governance* não ser pública ou pelo acesso à mesma ser restrito, não permitindo uma avaliação exaustiva ao conjunto das variáveis *governance* na gestão de FIIs. Adicionalmente, para além da componente quantitativa, a função *corporate governance* apresenta uma dimensão qualitativa de difícil avaliação, isto é, para além da definição e formalização de mecanismos de governo é também importante aferir se os mesmos estão efectivamente em funcionamento e aplicação e, se são adequadamente implementados, factos que só seria possível aferir através de uma análise muito próxima à actividade particular levada a cabo por cada uma das sociedades gestoras.

## **ANEXOS**

## Anexo 1

Statistics		Custos	Nível de Risco	Rendibilidade 2010	Rotação Média da Carteira	Nível de Endividamento	Nº de Administradores	Valor Líquido Global do Fundo	Idade	Rendibilidade 2009
N	Valid Missing	221 0,00000	221 0,00000	221 0,00000	221 0,00000	221 0,00000	221 0,00000	221 0,00000	221 0,00000	221 0,00000
Mean		0,01067	0,12611	0,00658	0,00179	1,42691	4,34389	48.498.033,05570	5,84878	0,04827
Median		0,00749	0,02324	-0,00300	0,00000	0,05818	4,00000	10.809.175,32000	4,26575	-0,00110
Mode		0,00550	0,00096	-0,01760	0,00000	0,00000	3,00000	254.915,53000	4,00822	-0,01000
Std. Deviation		0,01284	0,55874	0,21226	0,00494	3,92087	1,95851	114.075.070,56408	4,14181	0,42781
Variance		0,00016	0,31219	0,04506	0,00002	15,37320	3,83575	13.013.121.724.199.200,00000	17,15457	0,18302
Skewness		5,49706	12,58511	1,23187	4,60363	4,84701	1,80272	5,57024	2,15149	6,94819
Std. Error of Skewness		0,16367	0,16367	0,16367	0,16367	0,16367	0,16367	0,16367	0,16367	0,16367
Kurtosis		39,15211	174,62098	9,59645	25,30990	28,36811	3,61785	39,38077	4,18743	56,50522
Std. Error of Kurtosis		0,32591	0,32591	0,32591	0,32591	0,32591	0,32591	0,32591	0,32591	0,32591
Range		0,11641	7,92641	1,98630	0,03790	32,74855	9,00000	1.063.861.775,57000	21,61918	4,56580
Minimum		0,00000	0,00096	-0,94430	0,00000	-0,03580	2,00000	254.915,53000	2,00000	-0,53700
Maximum		0,11641	7,92736	1,04200	0,03790	32,71275	11,00000	1.064.116.691,10000	23,61918	4,02880
Percentiles	10	0,00332	0,00328	-0,14658	0,00000	0,00000	3,00000	4.810.480,59800	2,82685	-0,14928
	20	0,00433	0,00694	-0,06342	0,00000	0,00000	3,00000	5.452.339,40200	3,39616	-0,05370
	25	0,00495	0,00830	-0,03685	0,00000	0,00000	3,00000	5.889.732,57000	3,96986	-0,02960
	30	0,00530	0,01033	-0,02374	0,00000	0,00000	3,00000	6.528.262,12200	4,00986	-0,02054
	40	0,00610	0,01476	-0,00948	0,00000	0,00000	3,00000	8.150.426,62200	4,03836	-0,00842
	50	0,00749	0,02324	-0,00300	0,00000	0,05818	4,00000	10.809.175,32000	4,26575	-0,00110
	60	0,00931	0,03043	0,01228	0,00020	0,27324	4,00000	16.380.865,39000	4,68986	0,01842
	70	0,01100	0,05333	0,02956	0,00060	0,52486	5,00000	28.255.538,13600	5,29205	0,03344
	75	0,01179	0,07974	0,04065	0,00095	0,79350	5,00000	36.090.739,97000	6,00822	0,04445
	80	0,01302	0,11129	0,05042	0,00130	1,25692	6,00000	54.668.449,97200	6,80329	0,06012
	90	0,01695	0,21975	0,12400	0,00510	3,88303	6,00000	139.012.263,66600	13,21863	0,13502



## Anexo 2

<b>Dependent Variable:</b> CUSTOS				
<b>Method:</b> Least Squares				
<b>Sample:</b> 1 205				
<b>Included observations:</b> 205				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<u>C</u>	0.013170	0.008464	1.555.960	0.1214
<u>DR1</u>	0.002798	0.001317	2.123.961	0.0350
<u>DR2</u>	0.001958	0.001322	1.480.664	0.1404
<u>DR3</u>	0.002143	0.001498	1.430.440	0.1543
<u>DR4</u>	0.002786	0.001762	1.581.475	0.1155
<u>DR5</u>	-0.000215	0.001718	-0.125006	0.9007
<u>DTIPO</u>	0.007112	0.001460	4.872.441	0.0000
<u>DAUDIT</u>	0.001335	0.000624	2.139.333	0.0337
<u>DFINANCEIRO</u>	1.61E-05	0.001127	0.014316	0.9886
<u>ENDIV</u>	0.000121	0.000128	0.945284	0.3457
<u>LNADMINISTRADORES</u>	0.002328	0.000849	2.743.591	0.0067
<u>LNIDADE</u>	1.65E-06	0.000760	0.002168	0.9983
<u>LNVASGSOC</u>	5.02E-05	0.000419	0.119794	0.9048
<u>LNVLGF</u>	-0.000780	0.000339	-2.302.054	0.0224
<u>REND2010</u>	-0.000649	0.001700	-0.381818	0.7030
<u>REND2009</u>	0.000227	0.000725	0.313312	0.7544
<u>RMC</u>	0.052826	0.063153	0.836481	0.4039
<b>R-squared</b>	0.192956	<b>Mean dependent var</b>	0.008047	
<b>Adjusted R-squared</b>	0.124272	<b>S.D. dependent var</b>	0.004360	
<b>S.E. of regression</b>	0.004080	<b>Akaike info criterion</b>	-	
			8.086.082	
<b>Sum squared resid</b>	0.003130	<b>Schwarz criterion</b>	-	
			7.810.516	
<b>Log likelihood</b>	8.458.234	<b>Hannan-Quinn criter.</b>	-	
			7.974.622	
<b>F-statistic</b>	2.809.310	<b>Durbin-Watson stat</b>	1.994.482	
<b>Prob(F-statistic)</b>	0.000428			

**Legenda:** CUSTOS – Custo do Fundo; DR1- Nível de Risco 1; DR2- Nível de Risco 2; DR3- Nível de Risco 3; DR4- Nível de Risco 4; DR5- Nível de Risco 5;DTIPO - Tipo de Fundo; DAUDIT - Natureza do Auditor; DFINANCEIRO – Pertença de Grupo Financeiro; ENDIV – Nível de Endividamento; LNADMINISTRADORES – Logaritmo neperiano do nº de administradores por sociedade gestora; LNIDADE - Logaritmo neperiano da idade do Fundo; LNVASGSOC - Logaritmo neperiano dos activos sob gestão pela entidade gestora; REND2010 – Rendibilidade no fundo no ano de 2010; REND2009 – Rendibilidade do fundo no ano de 2009; RMC – Rotação Média da Carteira do Fundo

## Anexo 3

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	1.414.376	Prob. F(16,188)	0.1384	
Obs*R-squared	2.202.513	Prob. Chi-Square(16)	0.1424	
Scaled explained SS	2.753.297	Prob. Chi-Square(16)	0.0359	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Sample: 1 205				
Included observations: 205				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.83E-05	5.39E-05	0.711128	0.4779
DR1	1.49E-05	8.38E-06	1.780.371	0.0766
DR2	1.28E-05	8.42E-06	1.518.616	0.1305
DR3	1.15E-05	9.53E-06	1.209.664	0.2279
DR4	8.86E-06	1.12E-05	0.790441	0.4303
DR5	2.79E-05	1.09E-05	2.555.094	0.0114
DTIPO	-1.38E-05	9.29E-06	-1.480.718	0.1404
DAUDIT	-9.79E-07	3.97E-06	-0.246473	0.8056
DFINANCEIRO	5.18E-06	7.17E-06	0.722280	0.4710
ENDIV	6.87E-07	8.13E-07	0.845339	0.3990
LNADMINISTRADORES	1.44E-05	5.40E-06	2.669.831	0.0083
LNIDADE	-4.06E-06	4.84E-06	-0.840169	0.4019
LNVASGSOC	-4.82E-06	2.67E-06	-1.806.434	0.0724
LNVLGF	2.59E-06	2.16E-06	1.202.382	0.2307
REND2010	-6.58E-06	1.08E-05	-0.607950	0.5440
REND2009	-2.21E-06	4.61E-06	-0.479313	0.6323
RMC	0.000255	0.000402	0.633295	0.5273
R-squared	0.107440	Mean dependent var	1.53E-05	
Adjusted R-squared	0.031477	S.D. dependent var	2.64E-05	
S.E. of regression	2.60E-05	Akaike info criterion	-1.820.007	
Sum squared resid	1.27E-07	Schwarz criterion	-1.792.451	
Log likelihood	1.882.508	Hannan-Quinn criter.	-1.808.861	
F-statistic	1.414.376	Durbin-Watson stat	2.009.216	
Prob(F-statistic)	0.138405			

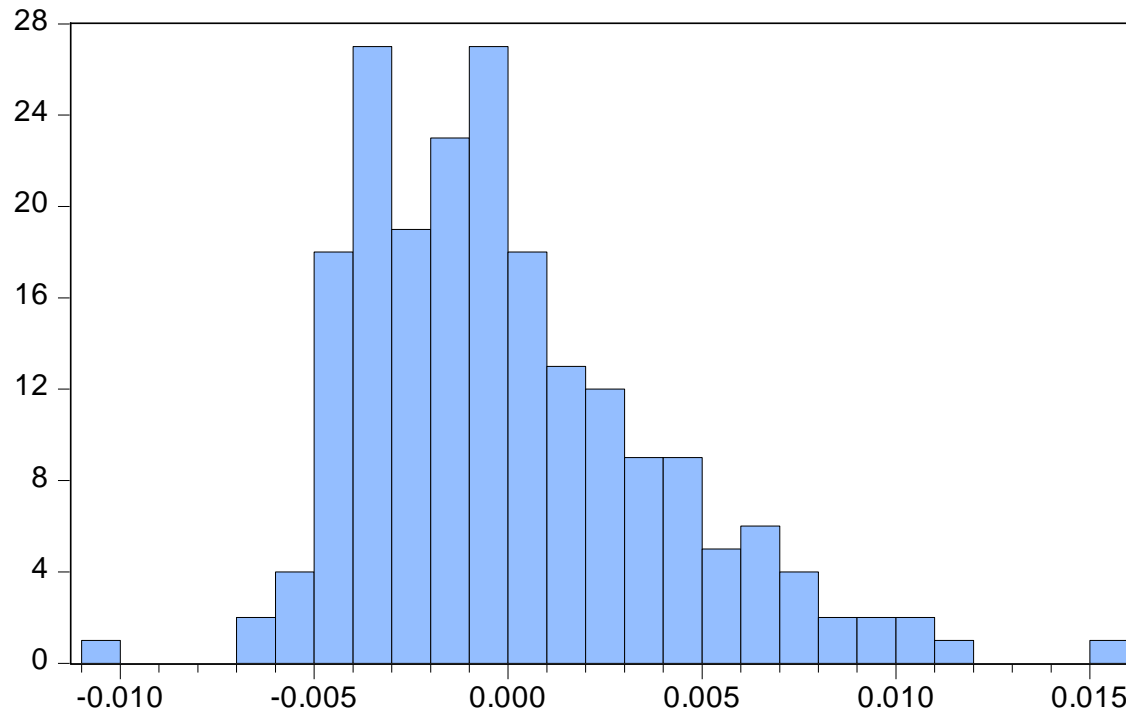
**Legenda:** RESID^2 – Resíduos ao quadrado; DR1- Nível de Risco 1; DR2- Nível de Risco 2; DR3- Nível de Risco 3; DR4- Nível de Risco 4; DR5- Nível de Risco 5;DTIPO - Tipo de Fundo; DAUDIT - Natureza do Auditor; DFINANCEIRO – Pertença de Grupo Financeiro; ENDIV – Nível de Endividamento; LNADMINISTRADORES – Logaritmo neperiano do nº de administradores por sociedade gestora; LNIDADE - Logaritmo neperiano da idade do Fundo; LNVASGSOC - Logaritmo neperiano dos activos sob gestão pela entidade gestora; REND2010 – Rendibilidade no fundo no ano de 2010; REND2009 – Rendibilidade do fundo no ano de 2009; RMC – Rotação Média da Carteira do Fundo;

## Anexo 4

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	0.296205	Prob. F(2,186)	0.7440	
Obs*R-squared	0.650853	Prob. Chi-Square(2)	0.7222	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Sample: 1 205				
Included observations: 205				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000730	0.008595	0.084940	0.9324
DR1	-8.74E-05	0.001327	-0.065876	0.9475
DR2	-8.79E-05	0.001333	-0.065932	0.9475
DR3	-3.96E-05	0.001508	-0.026241	0.9791
DR4	7.31E-06	0.001770	0.004130	0.9967
DR5	-0.000115	0.001734	-0.066464	0.9471
DTIPO	5.60E-05	0.001476	0.037910	0.9698
DAUDIT	8.43E-05	0.000638	0.132258	0.8949
DFINANCEIRO	8.75E-05	0.001144	0.076465	0.9391
ENDIV	8.12E-06	0.000129	0.062937	0.9499
LNADMINISTRADORES	1.65E-05	0.000858	0.019262	0.9847
LNIDADE	2.00E-05	0.000765	0.026089	0.9792
LNVASGSOC	-4.44E-05	0.000427	-0.104048	0.9172
LNVLGF	2.59E-06	0.000340	0.007605	0.9939
REND2010	6.47E-05	0.001709	0.037880	0.9698
REND2009	-2.88E-05	0.000729	-0.039463	0.9686
RMC	0.000802	0.063423	0.012645	0.9899
RESID(-1)	0.002910	0.076934	0.037822	0.9699
RESID(-2)	0.059401	0.077179	0.769656	0.4425
R-squared	0.003175	Mean dependent var	2.85E-18	
Adjusted R-squared	-0.093292	S.D. dependent var	0.003917	
S.E. of regression	0.004096	Akaike info criterion	-8.069.750	
Sum squared resid	0.003120	Schwarz criterion	-7.761.764	
Log likelihood	8.461.494	Hannan-Quinn criter.	-7.945.177	
F-statistic	0.032912	Durbin-Watson stat	2.001.191	
Prob(F-statistic)	1.000.000			

**Legenda:** RESID – Resíduos; DR1- Nível de Risco 1; DR2- Nível de Risco 2; DR3- Nível de Risco 3; DR4- Nível de Risco 4; DR5- Nível de Risco 5;DTIPO - Tipo de Fundo; DAUDIT - Natureza do Auditor; DFINANCEIRO – Pertença de Grupo Financeiro; ENDIV – Nível de Endividamento; LNADMINISTRADORES – Logaritmo neperiano do nº de administradores por sociedade gestora; LNIDADE - Logaritmo neperiano da idade do Fundo; LNVASGSOC - Logaritmo neperiano dos activos sob gestão pela entidade gestora; REND2010 – Rendibilidade no fundo no ano de 2010; REND2009 – Rendibilidade do fundo no ano de 2009; RMC – Rotação Média da Carteira do Fundo; RESID (-1) – Resíduos com um desfaseamento RESID (-2) - Resíduos com dois desfaseamentos.

## Anexo 5



Series: Residuals  
Sample 1 205  
Observations 205

Mean	2.85e-18
Median	-0.000769
Maximum	0.015456
Minimum	-0.010023
Std. Dev.	0.003917
Skewness	0.883556
Kurtosis	3.972737

Jarque-Bera	34.75522
Probability	0.000000

## Anexo 6

Correlations

		Nível de Risco	Rend. 2010	Rotação Média da Carteira	Rácio de Endividamento	VLGF	VLGFsoc	Idade	Rend. 2009	Nº de Administradores	Daudit	Tipo de Fundo	Dfinaceiro
Nível de Risco	Pearson Correlation	1	,299**	,054	,224**	-,063	,037	-,048	,036	-,039	,026	-,051	,022
	Sig. (2-tailed)		,000	,427	,001	,350	,586	,482	,595	,561	,699	,451	,747
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
Rend. 2010	Pearson Correlation	,299**	1	,196**	-,321**	,048	-,066	-,016	,262**	,079	,023	,020	-,061
	Sig. (2-tailed)	,000		,003	,000	,478	,330	,809	,000	,245	,733	,767	,367
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
Rotação Média da Carteira	Pearson Correlation	,054	,196**	1	,041	-,064	-,141*	-,044	,118	-,003	-,024	-,015	-,178**
	Sig. (2-tailed)	,427	,003		,547	,346	,036	,514	,081	,968	,721	,826	,008
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
Rácio de Endividamento	Pearson Correlation	,224**	-,321**	,041	1	-,126	,195**	-,138*	-,048	-,004	-,072	-,088	,127
	Sig. (2-tailed)	,001	,000	,547		,061	,004	,040	,474	,948	,284	,193	,059
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
VLGF	Pearson Correlation	-,063	,048	-,064	-,126	1	,037	,579**	-,019	,021	-,048	,718**	,064
	Sig. (2-tailed)	,350	,478	,346	,061		,580	,000	,782	,761	,480	,000	,346
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
VLGFsoc	Pearson Correlation	,037	-,066	-,141*	,195**	,037	1	-,127	-,032	,065	-,034	-,040	,742**
	Sig. (2-tailed)	,586	,330	,036	,004	,580		,059	,633	,333	,618	,555	,000
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
Idade	Pearson Correlation	-,048	-,016	-,044	-,138*	,579**	-,127	1	-,069	-,067	-,038	,420**	-,120
	Sig. (2-tailed)	,482	,809	,514	,040	,000	,059		,306	,321	,577	,000	,075
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
Rend. 2009	Pearson Correlation	,036	,262**	,118	-,048	-,019	-,032	-,069	1	,013	-,074	-,020	-,080
	Sig. (2-tailed)	,595	,000	,081	,474	,782	,633	,306		,844	,271	,773	,239
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
Nº de Administradores	Pearson Correlation	-,039	,079	-,003	-,004	,021	,065	-,067	,013	1	-,197**	-,044	-,077
	Sig. (2-tailed)	,561	,245	,968	,948	,761	,333	,321	,844		,003	,515	,252
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
Daudit	Pearson Correlation	,026	,023	-,024	-,072	-,048	-,034	-,038	-,074	-,197**	1	-,019	,125
	Sig. (2-tailed)	,699	,733	,721	,284	,480	,618	,577	,271	,003		,779	,064
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
Tipo de Fundo	Pearson Correlation	-,051	,020	-,015	-,088	,718**	-,040	,420**	-,020	-,044	-,019	1	,037
	Sig. (2-tailed)	,451	,767	,826	,193	,000	,555	,000	,773	,515	,779		,584
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
Dfinaceiro	Pearson Correlation	,022	-,178**	,127	,064	,742**	-,120	-,080	-,077	,125	,037		1
	Sig. (2-tailed)	,747	,367	,008	,059	,346	,000	,075	,239	,252	,064	,584	
	N	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

## Anexo 7

**Dependent Variable:** REND2010

**Method:** Least Squares

**Sample:** 1 182

**Included observations:** 182

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<u>C</u>	0.023181	0.112541	0.205982	0.8371
<u>DR1</u>	-0.156417	0.025372	-6.164.887	0.0000
<u>DR2</u>	-0.152760	0.025712	-5.941.174	0.0000
<u>DR3</u>	-0.160401	0.031031	-5.169.107	0.0000
<u>DR4</u>	-0.168941	0.045531	-3.710.502	0.0003
<u>DR5</u>	-0.164171	0.053445	-3.071.757	0.0025
<u>ADMINISTRADORES</u>	-0.002857	0.009689	-0.294867	0.7685
<u>DAUDIT</u>	-0.003373	0.007568	-0.445752	0.6564
<u>DFINANCEIRO</u>	-0.004229	0.013021	-0.324741	0.7458
<u>ENDIV</u>	-0.001448	0.005379	-0.269179	0.7881
<u>IDADE</u>	-0.003105	0.009414	-0.329854	0.7419
<u>CUSTOS</u>	-0.927908	0.485386	-1.911.691	0.0576
<u>REND2009</u>	0.099832	0.039884	2.503.039	0.0133
<u>RMC</u>	-0.388815	1.700.587	-0.228636	0.8194
<u>TIPO</u>	0.003286	0.010335	0.318006	0.7509
<u>VLGF</u>	0.010033	0.003987	2.516.378	0.0128
<u>VLGFSOC</u>	-0.000691	0.005542	-0.124728	0.9009
<b>R-squared</b>	0.254329	<b>Mean dependent var</b>		-3.57E-05
<b>Adjusted R-squared</b>	0.182022	<b>S.D. dependent var</b>		0.053280
<b>S.E. of regression</b>	0.048188	<b>Akaike info criterion</b>		-3.138.665
<b>Sum squared resid</b>	0.383142	<b>Schwarz criterion</b>		-2.839.390
<b>Log likelihood</b>	3.026.185	<b>Hannan-Quinn criter.</b>		-3.017.343
<b>F-statistic</b>	3.517.334	<b>Durbin-Watson stat</b>		2.077.241
<b>Prob(F-statistic)</b>	0.000020			

**Legenda:** CUSTOS – Custo do Fundo; DR1- Nível de Risco 1; DR2- Nível de Risco 2; DR3- Nível de Risco 3; DR4- Nível de Risco 4; DR5- Nível de Risco 5;DTIPO - Tipo de Fundo; DAUDIT - Natureza do Auditor; DFINANCEIRO – Pertença de Grupo Financeiro; ENDIV – Nível de Endividamento; LNADMINISTRADORES – Logaritmo neperiano do nº de administradores por sociedade gestora; LNIDADE - Logaritmo neperiano da idade do Fundo; LNVASGSOC - Logaritmo neperiano dos activos sob gestão pela entidade gestora; REND2010 – Rendibilidade no fundo no ano de 2010; REND2009 – Rendibilidade do fundo no ano de 2009; RMC – Rotação Média da Carteira do Fundo

## **Referências Bibliográficas**

**Abbott, L.J., S. Parker, Peters, G. F. & Rama, D. V.** “*Corporate Governance, Audit Quality and the Sarbanes-Oxley Act: Evidence from Internal Audit Outsourcing*”  
Accounting Review Vol. 82, No. 4 2007 pp. 803–835

**Abbott, L.J. & S. Parker:** “*Audit committee characteristics and auditor choice*”.  
Auditing: A Journal of Practice and Theory, 2000, 19 (2): pp. 47–66.

**Alves, C.:** “*Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações, Coimbra*”, 2005: Edições Almedina.

**Bogle, J.:** “*The Battle for the Soul of Capitalism*”, Yale University Press, 2005.

**Becker, C.:** “*The Effect of Audit Quality on Earnings Management*”, Contemporary  
Accounting Research,, 1998 pp. 1–24.

**Chen, C. & Hoben, W.:** “*Mutual Fund Governance and Performance*”: *A Quintile Regression Analysis*” 2009, pp. 1–24.

**Chen, J., Hong, H., Huang, M., Kubik, J.:** “*Does fund size erode performance? Liquidity, organizational diseconomies and active money management*”. American  
Economic Review, 2004, No. 94, pp. 1276–1302.

**Chinmoy, G. e C.F. Sirmans:** “*Board Independence, Ownership Structure and Performance: Evidence from Real Estate Investment Trusts*”- Journal of Real State  
Funds and Economics, 2003, No 26 2/3, pp. 287–318.

**DeAngelo:** “*Auditor Size and Audit Quality*”, Journal of Accounting and Economics ,  
1981 , Vol. 3, No 3, pp. 183–199.

**Demski, J. & Feltham, J.:** “*Economic Incentives in budgetary control systems*.  
Accounting Review, 53, pp. 336-359.

**Dermine, J., Ruller, L.:** “*Economics of scale and scope in mutual fund performance (SICAV) industry*”, *Journal of Financial Intermediation*, 2, pp.83-93.

**Drobetz, W., Schillhofer, A. & Zimmermann, H.:** “*Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany*”. 2004, *European Financial Management*, Vol. 10, No 2, pp. 267-293.

**Fama, E.:** “*Agency Problems and the Theory of the firm*”, *Journal of Political Economy*, 1980, 88, pp. 288-307.

**Geltner, D.:** “*Smoothing in Appraisal – Based Returns*”, *Journal of Real Estate Economics and Finance*, 1991, 4: pp. 327-345.

**Ghosh, C. & Sirmans C.F.:** “*Board independence, Ownership Structure and Performance: Evidence from Real Estate Investment Trusts*”. *Journal of Real Estate Finances and Economics*, 2003, 26 2/3, pp. 278-318.

**Gordon Gemmill & Dylan C. Thomas:** “*The Impact of Corporate Governance on Closed-end Funds*”. *European Financial Management*, 2006, Vol. 12, No 5, pp. 725-746.

**Guercio, D., Dann, L. & Partch, M.:** “*Governance and Board of Directors in closed-end investment companies*”, *Journal of Financial Economics*, 2003, March, pp.112-152.

**Guest, P.:** “*The impact of Board Size in Fund Performance: evidence from the UK*”, *The European Journal of Finance* June 2009, Vol.15, No. 4, pp. 385-404.

**Gujarati, Damodar.N.:** “*Basic Econometrics*”, McGraw-Hill 4<sup>th</sup> Edition.

**Harris, M. & Raviv, A.:** “*Some results in incentives Contracts with application to education and employment, health insurance and law enforcement*”. *American and Economic Review*, 1978, No.68, 20-30.



**Hartzell, J., Sun, L. & Titman, S.:** *“The effect of Corporate Governance on Investment: Evidence from Real Estate Investment Trusts”*. 2006, Real Estate Economics, Vol.34, pp. 343-376.

**Jensen, Michael C.:** *“The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”*. Journal of Finance, July, 1993, pp. 831-880.

**Jensen, Michael C. and Meckling, William H.:** *“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”*. Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

**Kathleen, M. Eisenhardt:** *“Agency theory: an assessment and review”*. Academy of Management Review, January, 1979, Vol. 14, No. 1, pp. 57-74.

**Lipton, M. and Lorsch J.:** *“A Modest Proposal for Improved Corporate Governance,”* Business Lawyer, 1992, 48, (No. 1) pp. 59-67.

**Stephen, P. Ferris, Xuemin (Sterling) Yan:** *“Agency costs, governance and organizational forms: Evidence from mutual fund industry”*. Journal of Banking and Finance, 2008, May, pp. 621-626.

**Tufano, P. and Sevick, M.:** *“Board structure and fee-setting in the US mutual fund industry”*. Journal of Financial Economics, Vol. 46, No. 3, 1997, pp. 321-355.

**Vasques, F.:** *“A compared analysis of the Portuguese real estate investment market on maturity and transparency issues”*, Journal of European Real Estate Research, ISSN 1753-9269, 2008

**Yermack, D.:** *“Higher market valuations with a small board of directors”*. Journal of Financial Economics, 1996, No. 40, pp.185 – 212.